

2020年10月30日

宏观经济指标与商品价格涨跌研究（一）

——11-12月经济展望与商品配置建议

内容提要

商品价格涨跌与宏观环境密切相关，本文研究了商品价格涨跌与利率、通胀、经济增速等宏观指标的关系。

研究发现：（1）资金利率处于低位时商品价格上涨的概率较高，但资金利率处于高位时商品价格涨跌对利率不敏感；（2）商品价格有明显的季节涨跌特征，1月、2月、4月、6月、7月和12月商品价格上涨的可能性大，而3月、5月、9月、10月和11月商品价格下跌的可能性大，8月商品价格涨跌的不确定性较高；（3）商品价格对宏观指标敏感度从高到低的是CPI同比、PPI同比和工业增加值同比；（4）以通胀和产出缺口为指标把经济划分为复苏、过热、滞胀和衰退期，商品价格呈现明显的涨跌特征，其中商品价格在过热期上涨概率高，在衰退期下跌概率高，在复苏期和衰退期涨跌互现。

我们认为，11-12月：（1）大概率国内疫情可控，国外疫情快速蔓延但不失控，国外管控措施不会大幅加大，国内经济增速加速但斜率趋平，货币政策边际宽松，净投放加大，但公开市场操作利率大概率不会调降，PPI同比趋势较大幅上升，经济处于PPI划分的类过热期，商品价格趋势上涨，波动一般；（2）小概率国内疫情可控，但国外疫情失控，疫情管控力度急剧加大，国内经济增速为正但放缓，货币政策边际宽松，净投放力度大，公开市场操作利率大概率小幅调降，PPI同比趋势较小幅上升，经济处于PPI划分的类滞胀期，各类别商品的价格涨跌分化，需求强劲的上漲概率大，需求疲弱的下跌的概率大。

风险提示

海外疫情超预期爆发，全球贸易摩擦加剧，经济复苏不及预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格
湘证监机构字[2017]1号

刘文波

· 从业资格编号 F3070864

· 投资咨询编号 Z0015179

联系人：杨谱

· 从业资格编号 F3078457



扫码关注获取更多资讯

目录

一、商品大类配置建议	3
(一) 资金利率处于低位时商品价格上涨概率较大.....	3
(二) 商品价格涨跌具有明显的季节性	4
(三) 商品价格涨跌对 CPI 同比变化较 PPI 同比变化敏感.....	5
(四) 在经济周期不同阶段商品价格涨跌分析.....	5
(五) 美国总统大选期间商品价格涨跌分析.....	7
二、商品细分类别配置建议	8
(一) 资金利率与商品细分类别涨跌	8
(二) 通胀同比与商品细分类别涨跌	10
(三) 工业增加值与商品细分类别涨跌	12
(四) 不同月份商品细分类别涨跌	13
(五) 经济周期与商品细分类别涨跌	18
1、以 CPI 划分经济周期	19
2、以 PPI 划分经济周期	21
三、11-12 月宏观经济预测及商品配置建议	23
(一) 宏观经济预测	23
(二) 商品配置建议	25
风险提示	26
重要声明	27

商品价格涨跌与宏观环境密切相关，本文研究商品价格涨跌与利率、通胀、经济增速等宏观指标的关系。

一、商品大类配置建议

商品价格与资金利率、通胀和经济增长有关，本节研究分析资金利率、PPI 同比、CPI 同比和工业增加值同比与大类商品价格涨跌的关系，本节的商品大类包括南华能化指数、南华金属指数、南华农产品指数、南华工业品指数和南华商品指数。

本文所有“商品价格”均指所有商品大类价格，“南华商品价格”才是指南华商品价格指数。

(一) 资金利率处于低位时商品价格上涨概率较大

在低利率环境、通胀回升和经济过热期（指通胀同比加速且产出缺口为正，即通胀回升且经济回暖时期），商品价格上涨的概率较大。我们认为，如果疫情可控，则四季度商品价格大概率趋势上涨，如果疫情失控，经济衰退且通胀回落，则四季度商品价格大概率趋势下跌。

以 DR007 利率衡量资金利率，在资金利率处于低位时商品价格上涨的概率较高，2004 年 7 月至 2020 年 9 月，当 DR007 月平均利率小于 1.86（含）时，金属和工业品价格指数上涨的概率均为 82.1%，能化和南华商品价格指数上涨概率分别为 64.2%和 69.2%，农产品上涨的概率为 53.8%，明显低于其他价格指数，显示农产品价格上涨与资金利率高低的关系不大。

表 1：低利率环境下南华指数涨跌幅（2004.07-2020.09）

日期	南华能化	南华金属	南华农产品	南华工业品	南华商品	DR007 均值	DR007 均值环比
2009 年 4 月	77.48	82.75	20.68	78.26	52.87	0.94	-0.01
2009 年 1 月	165.09	68.55	37.23	106.10	73.25	0.95	-0.56
2009 年 5 月	5.10	26.09	33.94	16.12	25.94	0.95	0.01
2009 年 2 月	38.85	48.20	16.94	39.63	31.93	0.95	0.00
2009 年 3 月	115.03	206.96	47.32	162.44	109.78	0.95	0.00
2009 年 6 月	53.83	92.61	2.54	73.26	39.43	1.02	0.06
2005 年 6 月	70.59	116.48	-38.40	102.11	20.29	1.10	-0.05
2005 年 10 月	-21.51	36.67	-10.30	22.30	4.96	1.12	-0.07
2005 年 5 月	74.84	-38.61	32.06	-1.13	16.06	1.15	-0.14
2005 年 11 月	-44.08	34.87	-50.17	15.41	-21.75	1.19	0.07
2005 年 9 月	54.19	33.19	-3.44	37.69	10.84	1.19	-0.04
2005 年 7 月	177.71	60.86	-32.47	87.17	19.79	1.19	0.10
2005 年 8 月	-31.48	14.32	-24.36	3.06	-12.72	1.23	0.04
2005 年 4 月	-75.86	45.47	-41.96	3.81	-21.70	1.29	-0.42
2006 年 2 月	-65.24	-49.40	-24.16	-55.04	-32.92	1.39	-0.28
2009 年 11 月	55.91	57.57	74.38	62.85	71.18	1.43	-0.08
2010 年 1 月	-52.19	-123.51	-68.05	-94.25	-78.01	1.46	-0.01
2009 年 12 月	64.06	131.86	46.13	107.99	71.67	1.47	0.04
2009 年 8 月	-20.20	60.79	38.71	17.29	31.44	1.48	-0.04
2006 年 3 月	-70.94	126.66	-15.34	74.63	25.39	1.48	0.09
2008 年 12 月	65.00	-77.61	4.76	-9.70	-8.27	1.51	-1.14
2009 年 10 月	104.51	73.23	36.39	87.34	60.49	1.51	-0.08
2009 年 7 月	100.21	123.09	-10.54	114.66	50.31	1.51	0.50
2005 年 12 月	92.94	147.60	48.92	133.70	86.97	1.56	0.38
2020 年 4 月	-6.68	83.74	0.71	42.56	38.51	1.57	-0.47
2009 年 9 月	-80.82	-8.47	-42.89	-33.10	-32.40	1.59	0.12
2020 年 5 月	83.37	92.32	9.20	88.62	73.01	1.62	0.05
2010 年 3 月	-24.72	35.39	-11.36	4.47	-2.11	1.64	-0.21
2010 年 4 月	-8.51	-49.24	2.32	-33.56	-13.72	1.65	0.00
2007 年 1 月	41.64	-113.14	-14.66	-29.85	-30.52	1.67	-0.45

2006年1月	252.40	127.89	8.85	157.02	74.46	1.67	0.11
2006年5月	367.83	58.35	0.87	127.11	62.72	1.68	-0.01
2007年3月	100.83	63.17	-11.36	69.09	30.32	1.68	-1.05
2006年4月	78.95	302.30	-26.44	238.96	89.96	1.69	0.21
2005年3月	-9.96	46.27	72.42	26.61	44.61	1.71	-0.35
2004年12月	-64.08	41.31	-9.84	6.34	-6.14	1.84	-0.21
2005年1月	5.47	28.90	-32.40	18.94	-5.80	1.84	0.00
2010年8月	11.61	26.03	30.93	26.28	28.61	1.85	-0.19
2010年2月	50.02	50.11	31.68	55.40	43.57	1.86	0.40
上涨概率	64.1%	82.1%	53.8%	82.1%	69.2%		

数据来源：Wind, 金信期货研究院

(二) 商品价格涨跌具有明显的季节性

商品价格有明显的季节涨跌特征，1月、2月、4月、6月、7月和12月商品价格上涨的可能性大，而3月、5月、9月、10月和11月商品价格下跌的可能性大，8月商品价格涨跌的不确定性较高。

表2：不同月份南华指数涨跌幅（2004.07-2020.09）

行标签	南华能化	南华金属	南华农产品	南华工业品	南华商品	平均值
1月	36.11	16.80	-3.02	22.28	11.56	16.75
2月	4.83	23.58	17.08	11.34	16.70	14.70
3月	-31.34	6.36	-8.43	-8.46	-13.52	-11.08
4月	10.06	45.94	-3.00	31.30	15.78	20.02
5月	10.72	-23.32	2.12	-10.88	-8.25	-5.92
6月	9.73	16.77	0.03	12.58	7.92	9.41
7月	23.05	40.93	-17.36	26.69	10.28	16.72
8月	-13.42	1.58	2.90	-5.03	2.08	-2.38
9月	-24.06	-7.14	-10.08	-14.46	-15.61	-14.27
10月	-9.88	-18.49	7.30	-15.17	-5.93	-8.43
11月	-15.62	-0.83	-6.68	-2.91	-4.57	-6.12
12月	36.77	32.46	10.76	38.41	26.23	28.93
平均值	2.96	11.23	-0.81	7.07	3.49	4.79

数据来源：Wind, 金信期货研究院

上涨概率超过66.7%的商品价格指数包括：1月的南华商品、5月的农产品、7月的金属和工业品、12月的金属、农产品、工业品和南华商品。上涨概率低于38%的商品价格指数包括：3月的能化、金属、农产品和南华商品，5月的金属和工业品，6月农产品，8月的南华商品，10月的金属和南华商品、11月的能化、金属、农产品和南华商品。

表3：不同月份南华指数上涨概率（2004.07-2020.09）

行标签	南华能化	南华金属	南华农产品	南华工业品	南华商品
1月	50.0%	56.3%	50.0%	56.3%	68.8%
2月	62.5%	62.5%	56.3%	62.5%	62.5%
3月	31.3%	37.5%	37.5%	43.8%	18.8%
4月	50.0%	62.5%	50.0%	62.5%	43.8%
5月	43.8%	37.5%	68.8%	37.5%	50.0%
6月	56.3%	56.3%	37.5%	62.5%	50.0%
7月	64.7%	70.6%	41.2%	82.4%	64.7%
8月	47.1%	47.1%	58.8%	52.9%	35.3%
9月	52.9%	47.1%	47.1%	47.1%	47.1%
10月	43.8%	31.3%	56.3%	43.8%	37.5%
11月	37.5%	37.5%	37.5%	43.8%	31.3%
12月	62.5%	81.3%	68.8%	75.0%	81.3%
平均值	50.2%	52.3%	50.8%	55.8%	49.2%

数据来源：Wind, 金信期货研究院

（三）商品价格涨跌对 CPI 同比变化较 PPI 同比变化敏感

商品价格除对资金利率敏感外，也与通胀和经济增长有关，通过分析 PPI 同比、CPI 同比和工业增加值同比变化与商品价格涨跌的关系，得到如下结论：

在宏观指标同比加速期，（1）PPI 同比加速期，金属、工业品、能化上涨的概率较大，农产品上涨的概率低于 50%；（2）CPI 同比加速期，金属、工业品、能化、农产品上涨的概率较大；（3）商品价格对工业增加值增速不敏感，在工业增加值加速期，农产品上涨概率只有 41.7%，能化上涨概率也只有 51.0%，只有金属上涨概率略高达到 56.3%；（4）商品价格对宏观指标敏感度从高到低的是 CPI 同比、PPI 同比和工业增加值同比。

表 4：通胀和工业增加值加速情形下南华指数上涨概率（2004.07-2020.09）

		南华商品	南华工业品	南华农产品	南华金属	南华能化
PPI 同比加速	上涨概率	53.8%	56.0%	48.4%	59.3%	54.9%
CPI 同比加速	上涨概率	57.3%	59.4%	56.3%	62.5%	53.1%
工业增加值加速	上涨概率	50.0%	53.1%	41.7%	56.3%	51.0%

数据来源：Wind, 金信期货研究院

在宏观指标同比放缓期，（1）PPI 同比放缓期，金属、工业品、能化下跌的概率较大，农产品下跌的概率低于 50%；（2）CPI 同比放缓期，金属、工业品、能化、农产品下跌的概率较大；（3）商品价格对工业增加值增速不敏感，在工业增加值放缓期，农产品和金属下跌概率小于 50%，工业品和能化下跌概率大于 50%；（4）商品价格对宏观指标敏感度从高到低的是 CPI 同比、PPI 同比和工业增加值同比。

表 5：通胀和工业增加值放缓情形下南华指数上涨概率（2004.07-2020.09）

		南华商品	南华工业品	南华农产品	南华金属	南华能化
PPI 同比放缓	上涨概率	45.3%	46.3%	52.6%	49.5%	42.1%
CPI 同比放缓	上涨概率	40.7%	44.0%	42.9%	47.3%	44.0%
工业增加值放缓	上涨概率	46.9%	47.9%	55.2%	52.1%	43.8%

数据来源：Wind, 金信期货研究院

（四）在经济周期不同阶段商品价格涨跌分析

我们把通胀上行且经济增速放缓阶段称为滞胀期，把通胀上行且经济增速加速阶段称为过热期，把通胀下行且经济增速放缓阶段称为衰退期，把通胀下行且经济增速加速阶段称为复苏期。

此处以经济增速是否放缓用产出缺口来衡量，用季度 GDP 实际增速计算产出缺口，产出缺口为正则判断经济增速加速，产出缺口为负则判断经济增速放缓。

以 PPI 作为通胀指标，统计 2004 年 7 月至 2020 年 9 月商品价格涨跌，得到：（1）在经

济复苏期商品价格涨跌不一，工业品和金属月涨跌幅均值录得正值，农产品和能化月涨跌幅均值录得负值，且能化上涨概率为 39.5%，月均涨跌幅为-14.13%，表明在复苏期能化价格下跌的可能性较大；(2) 在经济过热期，商品价格月涨跌幅均值录得正值，金属和工业品上涨概率达到 67.9%和 62.5%，上涨概率较大；(3) 在经济衰退期，商品价格月涨跌幅均值录得负值，工业品和能化上涨概率均为 44.2%，农产品在该时期录得 55.8%的上涨概率，显示逆经济周期的价格涨跌；(4) 在经济滞胀期，商品价格录得上涨，但商品价格涨跌分化，农产品上涨概率为 40.9%，工业品和能化价格上涨概率均为 52.3%。

表 6：PPI 划分经济周期商品涨跌幅（2004.07-2020.09）

	南华商品	南华工业品	南华农产品	南华金属	南华能化
复苏	-0.19	2.35	-3.66	11.28	-14.13
过热	15.83	22.26	5.78	23.85	24.73
衰退	-8.27	-8.14	-4.40	-1.75	-14.73
滞胀	5.25	10.31	-2.18	10.45	12.86

数据来源：Wind, 金信期货研究院

表 7：PPI 划分经济周期商品上涨概率（2004.07-2020.09）

	南华商品	南华工业品	南华农产品	南华金属	南华能化
复苏	48.8%	48.8%	48.8%	53.5%	39.5%
过热	60.7%	62.5%	55.4%	67.9%	58.9%
衰退	42.3%	44.2%	55.8%	46.2%	44.2%
滞胀	47.7%	52.3%	40.9%	54.5%	52.3%

数据来源：Wind, 金信期货研究院

以 CPI 作为通胀指标，统计 2004 年 7 月至 2020 年 9 月商品价格涨跌，得到：(1) 在经济复苏期，商品价格月涨跌幅均值录得负值，工业品、农产品、金属和能化上涨概率均小于 45.5%，尤其是农产品上涨概率为 38.7%，显示农产品在该时期下跌概率较大；(2) 在经济过热期，商品价格月涨跌幅均值录得正值，金属和工业品上涨概率达到 69.1%和 63.2%，上涨概率较大；(3) 在经济衰退期，商品价格月涨跌幅均值录得负值，工业品、农产品和能化上涨概率均为 45.0%，下跌的概率大一些；(4) 在经济滞胀期，商品价格录得上涨，农产品上涨概率为 55.6%，在商品大类中上涨概率较大，工业品、金属和能化价格上涨概率均为 52.8%。

表 8：CPI 划分经济周期商品上涨概率（2004.07-2020.09）

	南华商品	南华工业品	南华农产品	南华金属	南华能化
复苏	41.9%	41.9%	38.7%	45.2%	41.9%
过热	61.8%	63.2%	58.8%	69.1%	54.4%
衰退	40.0%	45.0%	45.0%	48.3%	45.0%
滞胀	52.8%	52.8%	55.6%	52.8%	52.8%

数据来源：Wind, 金信期货研究院

表 9：CPI 划分经济周期商品涨跌幅（2004.07-2020.09）

	南华商品	南华工业品	南华农产品	南华金属	南华能化
复苏	-9.86	-8.64	-12.08	-2.12	-16.15
过热	17.16	23.42	7.84	27.34	18.52
衰退	-10.39	-8.35	-10.37	-3.54	-14.87
滞胀	11.80	14.75	8.25	16.14	19.22

数据来源：Wind, 金信期货研究院

（五）美国总统大选期间商品价格涨跌分析

我们统计了 2004 年以来美国历次总统选举期间（当年 10 月到次年 1 月）商品价格涨跌情况，分别是 2004 年小布什参选总统、2008 年奥巴马参选美国总统、2012 年奥巴马参选美国总统和 2016 年特朗普参选美国总统。可以看到 2008 年总统选举期间商品价格下跌明显，而 2004 年、2012 年和 2016 年商品价格上涨的幅度较大，尤其是 2016 年商品价格上涨幅度很高。

表 10：2004 年以来美国大选附近月份商品涨跌幅

PPI 划分	CPI 划分	月缺口 环比	日期	工业品	农产品	金属	能化	CPI	PPI
滞胀	衰退	-0.31	2004 年 10 月	-45.5	-42.3	-63.1	-9.9	4.3	8.4
衰退	衰退	-0.31	2004 年 11 月	52.6	5.9	108.9	-43.6	2.8	8.1
衰退	衰退	-0.31	2004 年 12 月	6.3	-9.8	41.3	-64.1	2.4	7.1
衰退	衰退	0.42	2005 年 1 月	18.9	-32.4	28.9	5.5	1.9	5.8
衰退	衰退	-0.70	2008 年 10 月	-390.6	-110.5	-413.3	-377.0	4.0	6.6
衰退	衰退	-0.70	2008 年 11 月	-94.0	-52.3	-61.6	-146.8	2.4	2.0
衰退	衰退	-0.70	2008 年 12 月	-9.7	4.8	-77.6	65.0	1.2	-1.1
衰退	衰退	-0.13	2009 年 1 月	106.1	37.2	68.6	165.1	1.0	-3.4
滞胀	衰退	0.18	2012 年 10 月	-21.6	-9.7	-41.7	0.1	1.7	-2.8
滞胀	滞胀	0.18	2012 年 11 月	-5.2	-11.6	3.2	-1.1	2.0	-2.2
滞胀	滞胀	0.18	2012 年 12 月	90.3	12.5	37.7	132.1	2.5	-1.9
滞胀	衰退	0.02	2013 年 1 月	22.9	21.8	23.3	20.1	2.0	-1.6
过热	过热	0.09	2016 年 10 月	148.9	48.2	144.5	203.4	2.1	1.2
过热	过热	0.09	2016 年 11 月	141.9	58.1	180.5	82.8	2.3	3.3
过热	复苏	0.09	2016 年 12 月	-9.3	-31.3	-35.0	5.2	2.1	5.5
过热	过热	0.09	2017 年 1 月	116.9	21.6	145.5	115.8	2.5	6.9

数据来源：Wind, 金信期货研究院

当前经济所处状态和 2016 年最为相似，即经济增速逐步加速，且 PPI 同比趋势回升，因此经济基本面支持商品价格上涨。与 2016 年类似，2020 年 4-9 月商品价格累计涨幅较大，如果经济稳步复苏的话今年 11 月至明年 1 月商品价格较上涨的概率较大；如果疫情在 10 月至明年 1 月超预期快速蔓延导致疫情管控措施显著加强的话，全球需求料将疲软，或制约该段时间商品价格涨幅，甚至商品价格下跌。

表 11：2016 年与 2020 年宏观环境与商品大类价格涨跌对比

PPI 划分	CPI 划分	月缺口 涨跌	日期	工业品	农产品	金属	能化	CPI	PPI
滞胀	滞胀	0.03	2016 年 1 月	-3.5	-14.3	-7.6	2.5	1.8	-5.3
滞胀	滞胀	0.03	2016 年 2 月	71.0	-27.6	87.9	71.7	2.3	-4.9
滞胀	滞胀	0.03	2016 年 3 月	74.8	32.3	80.1	72.2	2.3	-4.3
滞胀	滞胀	-0.02	2016 年 4 月	153.6	83.8	154.3	168.6	2.3	-3.4

滞胀	衰退	-0.02	2016年5月	-155.7	43.8	-173.9	-150.0	2.0	-2.8
滞胀	衰退	-0.02	2016年6月	143.7	103.4	166.3	152.1	1.9	-2.6
滞胀	衰退	0.03	2016年7月	15.7	-87.3	43.5	10.4	1.8	-1.7
滞胀	衰退	0.03	2016年8月	-2.8	-2.1	-14.6	21.0	1.3	-0.8
滞胀	滞胀	0.03	2016年9月	41.9	33.0	-0.8	74.0	1.9	0.1
过热	过热	0.09	2016年10月	148.9	48.2	144.5	203.4	2.1	1.2
过热	过热	0.09	2016年11月	141.9	58.1	180.5	82.8	2.3	3.3
过热	复苏	0.09	2016年12月	-9.3	-31.3	-35.0	5.2	2.1	5.5
过热	过热	0.09	2017年1月	116.9	21.6	145.5	115.8	2.5	6.9
滞胀	滞胀	-4.14	2020年1月	-27.7	-29.9	-18.6	-38.2	5.4	0.1
衰退	衰退	-4.14	2020年2月	-100.8	-63.9	-77.8	-114.4	5.2	-0.4
衰退	衰退	-4.14	2020年3月	-111.7	21.4	-47.4	-176.9	4.3	-1.5
衰退	衰退	3.39	2020年4月	42.6	0.7	83.7	-6.7	3.3	-3.1
衰退	衰退	3.39	2020年5月	88.6	9.2	92.3	83.4	2.4	-3.7
滞胀	滞胀	3.39	2020年6月	27.6	-2.0	38.1	20.5	2.5	-3.0
过热	过热	0.62	2020年7月	47.0	44.1	107.2	8.5	2.7	-2.4
过热	复苏	0.62	2020年8月	38.7	20.4	52.6	29.6	2.4	-2.0
过热	复苏	0.62	2020年9月	-61.9	33.0	-45.8	-60.8	2.2	-1.7

数据来源：Wind, 金信期货研究院

二、商品细分类别配置建议

第一节讨论的是商品大类与宏观指标之间的关系，由于商品类别众多，往往在商品价格波动小的阶段部分商品细分类别有较明显的趋势上涨或趋势下跌的表现，研究商品细分类别价格涨跌与宏观指标之间的关系具有较重要的资产配置意义。

本节研究了商品细分类别价格涨跌与利率、通胀、经济增速等宏观指标的关系，本节商品细分类别是使用南华商品细分类别，共 60 个细分类别。

（一）资金利率与商品细分类别涨跌

以 DR007 利率衡量资金利率，在资金利率处于低位时大部分商品细分类别价格上涨的概率较高，在资金利率处于高位时大部分商品细分类别价格下跌的概率较高。

2004 年 7 月至 2020 年 9 月，当 DR007 月平均利率小于 1.86（含）时，只有大豆、豆油、玉米、塑料、强麦、棉一、郑糖、黄金、沪锌、沪燃油、PTA、沪铜、沪铝、橡胶、豆粕、螺纹钢、线材、早籼稻、PVC、菜籽油和棕榈油这些指数存在月份大于 10 个月，其平均涨跌幅更有参考意义。以上涨概率大于 60% 称为上涨概率高，则存在月份大于 10 个月的 21 个类别中有 10 个类别上涨概率高，其中沪锌、沪铜和菜籽油上涨概率分别为 85.0%、82.1% 和 80.0%。

2004 年 7 月至 2020 年 9 月，以上涨概率小于 40% 称为下跌概率高，当 DR007 月平均利率大于 3（含）时，PVC、棕榈油、焦炭、白银、菜籽油、焦煤下跌概率高。相对于商品价格对低利率环境敏感，商品价格对高利率并不敏感，当 DR007 月平均利率大于 3（含）时，46 个存在月份大于 10 个月的类别中，只有 8 个类别下跌概率高，当 DR007 月平均利率大于 3.5（含）时，原有 8 个下跌概率高的类别中，跌幅扩大的只有 4 个，并且，34 个存在月份大于 10 个月的类别中，只有 5 个类别下跌概率高，显示利率在高位继续攀高后商品类下跌的概率并没有显著扩大。

表 12: 利率高低与商品细分品类涨跌 (2004.07-2020.09)

	≤1.86			>3			>3.5		
	总次数	均值	上涨概率	总次数	均值	上涨概率	总次数	均值	上涨概率
大豆	39	3.9	46.2%	80	3.2	46.3%	36	2.9	50.0%
豆油	26	12.0	65.4%	80	-11.3	45.0%	36	-7.2	50.0%
玉米	39	6.7	51.3%	80	1.4	51.3%	36	5.8	52.8%
塑料	20	43.8	65.0%	78	-4.6	53.8%	36	13.1	61.1%
强麦	39	-5.5	43.6%	78	-5.1	46.2%	35	-2.2	54.3%
棉一	39	9.9	59.0%	79	-6.0	40.5%	36	2.7	50.0%
郑糖	26	-0.9	42.3%	80	-5.2	43.8%	36	7.6	52.8%
黄金	20	31.0	60.0%	76	-6.1	44.7%	34	5.0	52.9%
沪锌	20	44.5	85.0%	79	-9.2	46.8%	36	4.6	52.8%
沪燃油	39	33.1	69.2%	68	-2.7	48.5%	34	-4.2	47.1%
PTA	22	29.2	59.1%	79	-8.2	44.3%	36	-5.2	41.7%
沪铜	39	69.9	82.1%	80	-8.1	48.8%	36	8.4	66.7%
沪铝	39	16.5	59.0%	80	-10.5	40.0%	36	4.0	55.6%
橡胶	39	49.9	66.7%	80	-23.0	40.0%	36	5.7	47.2%
豆粕	39	6.7	51.3%	80	12.7	57.5%	36	9.6	55.6%
螺纹钢	16	11.7	62.5%	68	-5.1	45.6%	34	-5.8	47.1%
线材	11	7.5	54.5%	42	1.3	45.2%	17	-7.0	47.1%
早籼稻	13	-7.7	38.5%	66	-7.0	47.0%	33	-4.8	54.5%
PVC	14	15.5	64.3%	68	-7.5	38.2%	34	0.1	41.2%
菜籽油	20	20.1	80.0%	79	-10.2	46.8%	36	-9.5	50.0%
棕榈油	20	26.3	65.0%	77	-18.3	39.0%	34	-9.5	38.2%
焦炭	2	79.0	100.0%	65	-13.2	35.4%	31	-16.7	29.0%
铅	2	29.3	50.0%	65	-7.1	44.6%	31	0.2	54.8%
甲醇	2	2.5	50.0%	59	2.1	44.1%	25	14.6	52.0%
白银	2	138.7	100.0%	53	-13.0	32.1%	20	5.0	50.0%
玻璃	2	68.3	50.0%	46	0.0	54.3%	19	1.3	52.6%
油菜籽	2	-14.8	50.0%	46	3.5	39.1%	19	-10.8	21.1%
菜籽粕	2	-29.0	50.0%	46	8.9	56.5%	19	17.3	52.6%
焦煤	2	22.1	50.0%	43	-13.4	32.6%	19	-27.2	26.3%
动力煤	2	24.0	50.0%	37	4.4	45.9%	14	-8.8	42.9%
沥青	2	127.4	100.0%	36	-6.2	44.4%	13	-21.5	38.5%
铁矿石	2	173.0	100.0%	36	-21.6	44.4%	13	-20.9	46.2%
鸡蛋	2	2.0	50.0%	35	-5.9	45.7%	12	-11.2	41.7%
粳稻	2	-35.5	0.0%	28	0.1	50.0%	10	2.7	60.0%
胶合板	0	0.0		23	16.7	60.9%	9	22.4	55.6%
纤维板	0	0.0		30	12.9	50.0%	10	-0.3	40.0%
聚丙烯	2	140.2	100.0%	32	5.4	56.3%	9	37.3	77.8%
热轧卷板	2	89.2	100.0%	31	3.8	51.6%	9	-1.1	44.4%
棉纱	2	34.7	100.0%	11	13.2	63.6%	2	9.6	50.0%
苹果	2	50.5	50.0%	6	78.1	66.7%	1	234.8	100.0%
原油	2	-18.3	50.0%	4	15.9	75.0%	1	68.2	100.0%
纸浆	2	-33.1	0.0%	1	-23.3	0.0%	0		
乙二醇	2	75.9	100.0%	0			0		
红枣	2	-28.3	0.0%	0			0		
尿素	2	2.3	50.0%	0			0		
20号胶	2	30.3	100.0%	0			0		
豆二	2	-42.6	50.0%	0			0		
粳米	2	-27.8	50.0%	0			0		
苯乙烯	2	123.6	100.0%	0			0		
不锈钢	2	56.6	100.0%	0			0		
纯碱	2	10.3	50.0%	0			0		
贵金属	2	82.3	100.0%	49	-15.4	28.6%	19	-4.8	47.4%
有色金属	2	68.8	100.0%	1	-18.9	0.0%	0		
黑色	2	91.9	100.0%	1	77.9	100.0%	0		
玉米淀粉	2	13.1	100.0%	22	7.6	54.5%	6	32.1	83.3%
晚籼稻	2	-27.6	0.0%	21	-10.2	38.1%	4	-9.8	50.0%
镍	2	51.8	50.0%	19	16.5	57.9%	3	88.4	100.0%
硅铁	2	27.3	50.0%	26	7.7	57.7%	7	30.8	42.9%
锰硅	2	0.4	50.0%	26	14.0	53.8%	7	10.9	42.9%
锡	2	80.8	100.0%	19	-3.8	42.1%	3	-6.3	66.7%
商品	39	26.2	69.2%	80	-6.4	40.0%	36	2.3	44.4%
工业品	39	50.0	82.1%	80	-9.4	40.0%	36	2.8	41.7%

农产品	39	3.3	53.8%	80	-3.2	51.3%	36	1.0	58.3%
金属	39	53.4	82.1%	80	-10.7	42.5%	36	1.8	50.0%
能化	39	44.4	64.1%	80	-7.0	46.3%	36	3.9	47.2%
月缺口涨跌	39	0.4	66.7%	80	0.0	50.0%	36	0.0	38.9%
CPI 涨跌	38	-0.1	47.4%	78	-0.1	41.0%	36	-0.1	41.7%
PPI 涨跌	37	-0.1	43.2%	77	-0.1	46.8%	36	-0.2	47.2%
CPI	39	1.1	76.9%	80	3.1	100.0%	36	3.5	100.0%
PPI	39	0.9	64.1%	80	2.1	55.0%	36	1.2	50.0%
增加值	39	14.5	97.4%	80	10.0	98.8%	36	10.8	100.0%
增加值环比	39	1.3	64.1%	76	-0.2	46.1%	36	0.2	47.2%
M1 环比	39	0.8	69.2%	74	-0.5	35.1%	34	-0.7	38.2%
M1 同比	39	17.9	100.0%	80	10.4	100.0%	36	9.6	100.0%
DR007	39	1.4	100.0%	80	3.7	100.0%	36	4.2	100.0%

数据来源：Wind, 金信期货研究院

我们还注意到如下经济特点：

- (1) 利率处于低位时产出缺口为正的的概率为 66.7%，说明在低利率的刺激下经济较快速回暖。而在利率处于高位时产出缺口为正的的概率为 38.9%，说明在高利率的抑制下，经济过热显著降温。增加值同比的环比变化可以作为印证，低利率时期，工业增加值同比加速的概率为 64.1%，高利率时期，工业增加值同比放缓的概率为 47.2%。
- (2) 利率均值小于 0.86% 时，CPI 均值为 1.1%，利率均值大于 3% 时，CPI 均值为 3.1%，利率均值大于 3.5% 时，CPI 均值为 3.5%，说明 CPI 不断攀升时期，利率跟随攀升，政策抑制消费通胀快速上行的意图明显。
- (3) 利率均值小于 0.86% 时，PPI 均值为 0.9%，利率均值大于 3% 时，PPI 均值为 2.1%，利率均值大于 3.5% 时，PPI 均值为 1.2%，说明 PPI 不断攀升时期，利率跟随攀升，并且 PPI 对利率更加敏感，利率快速攀升时 PPI 同比得到显著的扼制并快速下行。
- (4) 低利率环境与 M1 同比处于高位有关，在低利率时期，M1 同比均值为 17.9%，显著高于高利率时期的均值 9.6%。

(二) 通胀同比与商品细分类别涨跌

以 CPI 同比和 PPI 同比作为通胀增速指标，在通胀增速加速时商品价格上涨的概率较高，在通胀增速放缓时商品价格下跌的概率较高。

以 CPI 同比为通胀指标：

- (1) CPI 同比加速时，商品价格对通胀并不敏感，50 个存在月份大于 10 个月的类别中，只有 8 个类别上涨概率高，其中上涨概率高的分别为塑料、沪铜、菜籽油、玻璃、铁矿石、聚丙烯、原油和黑色。50 个存在月份大于 10 个月的类别中，有 5 个类别下跌概率高，分别为白银、油菜籽、棉纱、有色和晚籼稻。
- (2) CPI 同比放缓时，商品价格对通胀并不敏感，50 个存在月份大于 10 个月的类别中，只有 13 个类别下跌概率高，其中下跌概率高的分别为强麦、棉一、郑糖、沪铝、橡胶、PVC、棕榈油、白银、沥青、鸡蛋、粳稻、苹果和贵金属。50 个存在月份大于 10 个月的类别中，有 0 个类别下跌概率高。

表 13: 通胀与商品细分品类涨跌 (2004.07-2020.09)

日期	CPI 同比加速			CPI 同比放缓			PPI 同比加速			PPI 同比放缓		
	均值	次数	涨概率	均值	次数	涨概率	均值	次数	涨概率	均值	次数	涨概率
大豆	4.79	96	44.8%	-1.52	91	46.2%	7.71	95	48.4%	-1.02	91	46.3%
豆油	12.98	89	59.6%	-13.82	81	44.4%	3.13	86	53.6%	-2.41	84	50.0%
玉米	8.75	95	55.8%	-3.49	90	45.6%	6.90	95	57.3%	-1.63	89	45.3%
塑料	20.86	76	67.1%	-13.43	75	45.3%	13.71	76	65.8%	-9.15	76	44.7%
强麦	5.77	95	57.9%	-13.25	90	34.4%	0.43	93	49.5%	-7.80	91	40.9%
棉一	4.72	95	45.3%	-10.96	91	39.6%	6.46	94	48.4%	-11.18	91	39.4%
郑糖	9.64	89	52.8%	-17.02	81	38.3%	-1.02	86	48.8%	-4.78	84	44.2%
黄金	3.20	73	49.3%	3.61	72	47.2%	3.28	75	48.6%	8.50	70	50.7%
沪锌	10.48	80	60.0%	-13.03	76	43.4%	6.41	79	58.4%	-8.64	77	45.6%
沪燃油	3.62	88	52.3%	-5.29	84	50.0%	11.03	88	51.8%	-11.36	83	51.1%
PTA	4.85	82	48.8%	-15.00	77	41.6%	5.72	80	51.9%	-14.24	79	40.0%
沪铜	23.26	96	62.5%	0.63	91	50.5%	13.96	95	61.5%	6.68	91	48.4%
沪铝	12.42	96	55.2%	-16.07	91	34.1%	4.81	95	50.5%	-8.58	91	38.9%
橡胶	15.96	95	54.7%	-26.67	91	36.3%	9.57	94	49.5%	-23.12	91	41.5%
豆粕	14.26	96	57.3%	-0.09	91	47.3%	11.43	95	54.9%	4.35	91	50.5%
螺纹钢	7.91	70	47.1%	-4.74	62	50.0%	15.09	69	55.6%	-9.58	63	43.5%
线材	-3.60	45	48.9%	-7.16	35	48.6%	1.05	34	56.8%	-4.22	44	38.2%
早籼稻	-0.38	64	46.9%	-6.20	53	43.4%	-4.73	62	42.6%	-2.50	54	46.8%
PVC	10.36	69	55.1%	-11.49	61	37.7%	10.72	67	52.4%	-12.59	63	38.8%
菜籽油	14.43	78	61.5%	-13.83	75	49.3%	6.67	77	57.9%	-4.97	76	53.2%
棕榈油	14.67	75	53.3%	-23.68	74	37.8%	2.56	76	47.9%	-10.51	73	43.4%
焦炭	24.35	53	45.3%	-14.91	54	40.7%	38.21	60	57.4%	-21.74	47	31.7%
铅	5.27	53	43.4%	-8.56	55	43.6%	15.11	61	53.2%	-10.32	47	39.3%
甲醇	4.66	50	48.0%	-13.26	51	45.1%	22.90	56	62.2%	-27.60	45	32.1%
白银	-10.25	48	39.6%	2.98	46	39.1%	6.38	49	44.4%	-4.29	45	40.8%
玻璃	11.34	45	62.2%	5.82	42	50.0%	18.47	45	57.1%	2.53	42	53.3%
油菜籽	2.95	44	38.6%	5.75	40	47.5%	14.91	44	50.0%	-6.29	40	38.6%
菜籽粕	9.85	45	55.6%	7.09	42	54.8%	19.80	45	61.9%	-0.59	42	48.9%
焦煤	12.54	44	50.0%	1.31	40	47.5%	20.96	44	57.5%	-9.75	40	40.9%
动力煤	3.60	40	45.0%	7.14	38	52.6%	30.32	42	69.4%	-13.40	36	31.0%
沥青	-9.77	39	48.7%	-20.48	38	39.5%	6.55	41	52.8%	-33.93	36	36.6%
铁矿石	44.16	39	64.1%	-0.09	38	47.4%	40.27	41	63.9%	4.17	36	51.2%
鸡蛋	3.59	39	56.4%	-26.90	37	29.7%	-9.98	41	48.6%	-13.92	35	36.6%
粳稻	-1.59	33	45.5%	-3.73	32	37.5%	4.56	36	43.3%	-6.14	30	38.9%
胶合板	10.22	23	56.5%	3.75	21	52.4%	10.29	27	61.1%	6.95	18	55.6%
纤维板	9.75	32	53.1%	-8.79	27	40.7%	3.89	34	52.2%	4.09	23	47.1%
聚丙烯	23.02	39	66.7%	-3.04	34	47.1%	32.62	39	70.6%	-6.51	34	46.2%
热轧卷板	21.43	38	44.7%	-0.76	34	52.9%	38.98	38	64.7%	-17.10	34	34.2%
棉纱	-19.24	17	23.5%	-3.39	15	60.0%	4.84	22	30.8%	-15.26	13	50.0%
苹果	9.98	15	60.0%	5.20	12	33.3%	24.36	19	58.3%	2.55	12	42.1%
原油	14.09	14	78.6%	-85.88	11	45.5%	10.22	17	75.0%	-49.81	12	47.1%
纸浆	-24.32	10	10.0%	9.10	9	44.4%	-5.91	12	33.3%	-14.06	9	25.0%
乙二醇	-12.48	10	50.0%	-32.59	8	50.0%	-5.30	11	55.6%	-24.60	9	54.5%
红枣	-11.21	7	28.6%	-17.25	6	16.7%	-9.73	9	28.6%	-10.06	7	22.2%
尿素	2.45	6	16.7%	-5.88	6	66.7%	16.91	6	57.1%	-22.59	7	33.3%
20号胶	2.26	6	66.7%	-34.98	6	50.0%	9.13	6	71.4%	-40.75	7	50.0%
豆二	0.09	5	40.0%	9.10	6	66.7%	11.12	5	57.1%	4.36	7	60.0%
粳米	-0.86	6	33.3%	-12.30	6	50.0%	-20.46	6	14.3%	-1.13	7	66.7%
苯乙烯	-13.77	4	25.0%	-48.51	6	33.3%	-9.20	4	28.6%	-64.07	7	50.0%
不锈钢	-14.49	5	40.0%	-5.72	6	50.0%	5.72	5	57.1%	-19.34	7	40.0%
纯碱	-45.85	3	0.0%	0.43	6	33.3%	6.98	4	20.0%	-42.47	5	25.0%
贵金属	-11.37	47	40.4%	0.69	43	39.5%	1.84	45	46.7%	-4.09	45	40.0%
有色	2.65	13	38.5%	-3.11	10	50.0%	14.86	17	44.4%	-6.78	9	47.1%
黑色	27.19	13	61.5%	26.95	10	70.0%	32.58	17	55.6%	23.10	9	70.6%
玉米淀粉	9.40	36	52.8%	-7.99	27	44.4%	13.95	33	60.0%	-6.97	30	45.5%
晚籼稻	-5.16	29	31.0%	3.84	26	53.8%	-6.06	32	40.9%	0.04	22	43.8%
镍	-3.82	35	45.7%	3.36	25	48.0%	13.24	31	55.2%	-10.29	29	38.7%
硅铁	19.17	36	58.3%	-18.45	30	43.3%	11.21	37	58.6%	-9.29	29	45.9%
锰硅	33.73	37	56.8%	-10.93	30	50.0%	23.72	37	60.0%	5.57	30	51.4%

锡	1.49	35	57.1%	2.62	25	44.0%	15.58	31	62.1%	-11.93	29	35.5%
商品	14.93	96	57.3%	-10.21	91	40.7%	9.85	95	53.8%	-4.61	91	45.3%
工业品	20.48	96	59.4%	-8.45	91	44.0%	13.99	95	56.0%	-3.39	91	46.3%
农产品	7.81	96	56.3%	-10.95	91	42.9%	3.04	95	48.4%	-4.07	91	52.6%
金属	23.45	96	62.5%	-3.06	91	47.3%	14.63	95	59.3%	4.15	91	49.5%
能化	18.53	96	53.1%	-15.31	91	44.0%	16.48	95	54.9%	-14.46	91	42.1%
缺口涨跌	0.05	96	59.4%	-0.04	91	45.1%	0.03	95	59.3%	-0.02	91	45.3%
CPI 涨跌	0.43	96	100.0%	-0.49	91	0.0%	0.08	92	57.5%	-0.12	87	43.5%

数据来源: Wind, 金信期货研究院

以 PPI 同比为通胀指标:

- (1) PPI 同比加速时, 商品价格对通胀不敏感, 52 个存在月份大于 10 个月的类别中, 只有 11 个类别上涨概率高, 其中上涨概率高的分别为塑料、沪铜、甲醇、菜籽粕、动力煤、铁矿石、胶合板、聚丙烯、热轧卷板、原油和锡。52 个存在月份大于 10 个月的类别中, 有 2 个类别下跌概率高, 分别为棉纱和纸浆。
- (2) PPI 同比放缓时, 商品价格对通胀不敏感, 50 个存在月份大于 10 个月的类别中, 只有 15 个类别下跌概率高, 其中下跌概率高的分别为棉一、沪铝、线材、PVC、焦炭、铅、甲醇、油菜籽、动力煤、沥青、鸡蛋、粳稻、热轧卷板、镍和锡。50 个存在月份大于 10 个月的类别中, 有 0 个类别下跌概率高。

(三) 工业增加值与商品细分类别涨跌

商品价格涨跌对工业增加值同比加速不敏感, 52 个存在月份大于 10 个月的类别中, 其中 27 个类别上涨概率大于 50%, 只有 4 个类别上涨概率高 (上涨大于 60%), 分别为沪锌、铁矿石、原油和黑色, 同时有 3 个类别下跌概率较高, 分别为鸡蛋、粳稻和纸浆。

表 14: 工业增加值同比与商品细分类别涨跌 (2004.07-2020.09)

日期	工业增加值同比加速			工业增加值同比放缓		
	均值	总次数	上涨概率	均值	总次数	上涨概率
大豆	3.76	90	46.7%	-2.74	97	45.4%
豆油	-0.19	81	46.9%	-4.09	87	56.3%
玉米	1.12	88	46.6%	0.44	96	53.1%
塑料	3.66	72	58.3%	-1.35	77	50.6%
强麦	-4.69	90	43.3%	-4.64	95	47.4%
棉一	-4.48	90	44.4%	-3.15	96	38.5%
郑糖	-2.67	81	45.7%	-5.06	87	47.1%
黄金	8.03	69	46.4%	1.75	74	51.4%
沪锌	3.44	74	60.8%	-6.65	80	45.0%
沪燃油	-1.97	83	48.2%	-3.30	88	55.7%
PTA	4.83	76	51.3%	-15.01	81	39.5%
沪铜	8.88	90	58.9%	15.11	97	54.6%
沪铝	-4.08	90	43.3%	-0.43	97	46.4%
橡胶	-1.50	90	50.0%	-7.02	96	41.7%
豆粕	-0.97	90	46.7%	10.80	97	55.7%
螺纹钢	6.99	66	57.6%	0.19	66	42.4%
线材	-0.56	38	55.3%	-4.59	38	42.1%
早籼稻	-4.78	56	50.0%	-3.29	61	42.6%
PVC	-1.46	65	52.3%	-4.55	65	36.9%
菜籽油	2.16	72	59.7%	-7.46	79	51.9%
棕榈油	-2.20	71	46.5%	-11.10	76	44.7%
焦炭	8.99	53	47.2%	5.43	54	40.7%
铅	3.37	53	47.2%	-0.05	55	45.5%
甲醇	-2.24	51	49.0%	-7.97	50	46.0%
白银	4.21	48	54.2%	-8.73	46	30.4%
玻璃	7.93	44	52.3%	9.33	43	58.1%

油菜籽	5.47	43	51.2%	-4.56	42	33.3%
菜籽粕	3.59	44	52.3%	11.24	43	55.8%
焦煤	5.77	42	47.6%	19.53	42	57.1%
动力煤	11.32	39	56.4%	6.30	39	46.2%
沥青	-11.06	38	52.6%	-15.79	39	38.5%
铁矿石	30.64	38	65.8%	22.27	39	51.3%
鸡蛋	-21.11	38	31.6%	2.22	38	57.9%
粳稻	-11.00	35	31.4%	4.55	30	46.7%
胶合板	2.18	21	47.6%	2.57	23	60.9%
纤维板	9.83	27	51.9%	-4.75	32	37.5%
聚丙烯	11.64	37	59.5%	1.13	36	52.8%
热轧卷板	12.31	37	51.4%	14.96	36	47.2%
棉纱	-5.06	20	45.0%	-13.89	15	40.0%
苹果	2.28	17	41.2%	31.42	13	61.5%
原油	-17.21	16	62.5%	-33.73	12	58.3%
纸浆	-5.23	13	38.5%	-15.74	8	25.0%
乙二醇	-10.67	12	58.3%	-32.68	8	37.5%
红枣	-14.93	10	20.0%	7.82	5	40.0%
尿素	-12.33	9	44.4%	-9.62	3	33.3%
20号胶	-3.02	9	66.7%	-62.87	3	33.3%
豆二	10.45	8	62.5%	-23.62	3	33.3%
粳米	-22.47	9	33.3%	5.93	3	33.3%
苯乙烯	-25.51	8	37.5%	-47.71	2	50.0%
不锈钢	7.80	8	62.5%	-72.61	3	0.0%
纯碱	-4.63	6	33.3%	-25.19	2	0.0%
贵金属	2.65	47	51.1%	-7.99	43	34.9%
有色	5.26	15	53.3%	-8.09	10	40.0%
黑色	50.07	15	80.0%	-20.46	10	40.0%
玉米淀粉	9.15	33	54.5%	-12.22	31	41.9%
晚籼稻	-2.96	27	40.7%	-5.82	29	41.4%
镍	1.33	31	48.4%	13.06	30	53.3%
硅铁	-0.86	35	51.4%	7.22	32	56.3%
锰硅	5.85	35	51.4%	27.27	33	57.6%
锡	-4.72	31	45.2%	3.53	30	50.0%
商品	3.42	90	53.3%	1.94	97	46.4%
工业品	8.25	90	56.7%	5.47	97	47.4%
农产品	-2.20	90	44.4%	-2.82	97	54.6%
金属	9.74	90	60.0%	12.42	97	51.5%
能化	6.49	90	54.4%	-1.66	97	43.3%
缺口涨跌	0.15	90	64.4%	-0.13	97	41.2%
CPI 涨跌	-0.15	84	42.9%	0.09	95	56.8%
PPI 涨跌	0.02	88	51.1%	-0.13	90	45.6%
CPI	2.37	90	92.2%	2.94	97	97.9%
PPI	0.59	89	50.6%	2.21	97	66.0%
增加值	11.49	90	98.9%	9.67	97	95.9%
增加值环比	2.39	90	100.0%	-2.32	97	0.0%

数据来源：Wind, 金信期货研究院

商品价格涨跌对工业增加值同比放缓不敏感，50个存在月份大于10个月的类别中，共27个类别下跌概率大于50%，只有8个类别下跌概率高（下跌概率大于60%），分别为棉一、PTA、PVC、白银、油菜籽、沥青、纤维板和贵金属，同时有2个类别上涨概率较高，分别为胶合板和苹果。

（四）不同月份商品细分类别涨跌

由于很多商品价格涨跌呈现明显的季节性，因此本小节研究在不同月份商品价格的涨跌。因为各类别商品价格指数开始编制的时间不同，部分商品价格指数在一些月份存在的月数很低，在此情形下商品价格涨跌与月份相关性的参考意义不大，本小节去除存在月份小于

5 个月的商品类别，得到 1-12 月共 43-45 个商品类别。

表 15：商品细分品类存在时间长度（2004.07-2020.09）：单位：月

日期	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
大豆	16	16	16	16	16	16	17	17	17	16	16	16
豆油	14	15	15	15	15	15	15	15	15	14	14	14
玉米	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16
塑料	13	13	13	13	13	13	13	14	14	12	13	13
强麦	15	16	16	16	16	16	17	17	17	16	15	16
棉一	16	15	16	16	16	16	17	17	17	16	16	16
郑糖	14	15	15	15	15	15	15	15	15	14	14	14
黄金	11	13	13	13	13	13	13	13	13	12	12	12
沪锌	13	13	13	14	14	14	14	14	14	13	13	13
沪燃油	16	15	15	14	13	14	16	16	16	14	14	15
PTA	14	14	14	14	14	14	14	14	14	13	13	13
沪铜	16	16	16	16	16	16	17	17	17	16	16	16
沪铝	16	16	16	16	16	16	17	17	17	16	16	16
橡胶	16	16	16	16	16	16	17	17	16	16	16	16
豆粕	16	16	16	16	16	16	17	17	17	16	16	16
螺纹钢	11	11	11	12	12	12	12	12	12	11	11	11
线材	6	5	7	6	7	6	9	8	7	7	7	6
早籼稻	10	10	9	9	11	11	11	11	11	10	10	9
PVC	11	11	11	11	11	12	12	12	12	11	11	11
菜籽油	13	13	13	13	13	13	14	14	14	13	13	13
棕榈油	13	13	13	13	13	13	13	13	13	12	13	13
焦炭	9	9	9	9	10	10	10	10	10	9	9	9
铅	9	9	9	10	10	10	10	10	10	9	9	9
甲醇	9	9	9	9	9	9	9	9	9	8	9	9
白银	8	8	8	8	8	9	9	9	9	8	8	8
玻璃	8	8	8	8	8	8	8	8	8	7	7	7
油菜籽	8	7	8	8	8	8	8	8	7	6	7	7
菜籽粕	8	8	8	8	8	8	8	8	8	7	7	7
焦煤	7	7	7	8	8	8	8	8	8	7	7	7
动力煤	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
沥青	7	7	7	7	7	7	7	7	7	6	7	7
铁矿石	7	7	7	7	7	7	7	7	7	6	7	7
鸡蛋	7	7	7	7	7	7	7	7	7	6	6	7
粳稻	6	5	6	6	7	6	5	6	7	5	6	6
胶合板	6	6	4	5	4	4	4	4	3	2	3	2
纤维板	6	6	5	5	4	5	6	6	5	5	5	5
聚丙烯	6	6	7	7	7	7	7	7	7	6	6	6
热轧卷板	6	6	6	7	7	7	7	7	7	6	6	6
棉纱	3	3	3	3	3	3	3	3	4	3	3	3
苹果	2	3	3	3	3	3	3	3	3	2	2	2
原油	2	2	2	3	3	3	3	3	3	2	2	2
纸浆	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1	1	2
乙二醇	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1	1	1
红枣	1	1	1	1	1	2	2	2	2	1	1	1
尿素	1	1	1	1	1	1	1	1	2	1	1	1
20号胶	1	1	1	1	1	1	1	1	2	1	1	1
豆二	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
粳米	1	1	1	1	1	1	1	1	2	1	1	1
苯乙烯	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1
不锈钢	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
纯碱	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0
贵金属	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
有色金属	2	2	2	2	2	2	3	3	3	2	2	2
黑色	2	2	2	2	2	2	3	3	3	2	2	2
玉米淀粉	6	6	6	6	6	6	6	6	6	5	5	5
晚籼稻	5	5	6	5	5	4	5	6	6	4	4	4
镍	5	5	5	6	6	6	6	6	6	5	5	5
硅铁	5	6	6	6	6	6	6	6	7	6	6	6
锰硅	6	6	6	6	6	6	6	6	7	6	6	6
锡	5	5	5	6	6	6	6	6	6	5	5	5

商品	16	16	16	16	16	16	17	17	17	16	16	16
工业品	16	16	16	16	16	16	17	17	17	16	16	16
农产品	16	16	16	16	16	16	17	17	17	16	16	16
金属	16	16	16	16	16	16	17	17	17	16	16	16
能化	16	16	16	16	16	16	17	17	17	16	16	16
缺口涨跌	16	16	16	16	16	16	17	17	17	16	16	16
CPI 涨跌	16	16	16	16	14	14	17	15	17	15	16	15
PPI 涨跌	16	15	16	16	16	15	14	17	17	15	15	14
CPI	16	16	16	16	16	16	17	17	17	16	16	16
PPI	16	16	16	16	16	15	17	17	17	16	16	16
增加值	16	16	16	16	16	16	17	17	17	16	16	16
增加值环比	16	15	15	16	14	15	15	17	17	15	16	16
M1 环比	16	16	16	15	16	16	17	17	15	15	14	14
M1 同比	15	16	16	16	16	16	17	17	17	16	16	16
DR007	16	16	16	16	16	16	17	17	17	16	16	16
DR 涨跌	16	16	16	16	16	16	17	17	17	16	16	16

数据来源: Wind, 金信期货研究院

一年中 12 个月中, 3 月、5 月和 9 月商品价格下跌概率较大, 其他月份商品价格上涨概率较大, 尤其是, 1 月、4 月、7 月和 11 月。

1 月, 45 个存在月份大于 5 个月的商品类别中, 月涨幅均值大于 0 的商品类别共 30 个, 月涨幅均值大于 20% 的商品类别有 11 个, 月跌幅均值大于 20% 的商品类别有 3 个; 2 月, 45 个存在月份大于 5 个月的商品类别中, 月涨幅均值大于 0 的商品类别共 28 个, 月涨幅均值大于 20% 的商品类别有 7 个, 月跌幅均值大于 20% 的商品类别有 2 个; 3 月, 44 个存在月份大于 5 个月的商品类别中, 月涨跌幅均值小于 0 的商品类别共 35 个, 月跌幅均值大于 20% 的商品类别有 24 个, 月涨幅均值大于 20% 的商品类别有 3 个; 4 月, 45 个存在月份大于 5 个月的商品类别中, 月涨跌幅均值大于 0 的商品类别共 32 个, 月涨幅均值大于 20% 的商品类别有 17 个, 月跌幅均值大于 20% 的商品类别有 1 个; 5 月, 43 个存在月份大于 5 个月的商品类别中, 月涨跌幅均值小于 0 的商品类别共 21 个, 月跌幅均值大于 20% 的商品类别有 13 个, 月涨幅均值大于 20% 的商品类别有 7 个; 6 月, 43 个存在月份大于 5 个月的商品类别中, 月涨跌幅均值大于 0 的商品类别共 29 个, 月涨幅均值大于 20% 的商品类别有 14 个, 月跌幅均值大于 20% 的商品类别有 3 个;

表 16: 不同月份商品细分品类涨跌幅 (2004.07-2020.09): 单位: %

日期	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
大豆	-4	19	5	-1	20	7	-31	13	-8	-12	-11	28
豆油	-3	19	-9	-15	-6	-2	-10	-1	-6	-10	2	-2
玉米	19	-9	-32	19	-21	-7	-20	-19	10	17	-14	19
塑料	-17	15	-26	7	8	1	3	3	-19	17	10	16
强麦	8	9	4	1	7	-12	-4	-3	-10	13	14	6
棉一	23	2	-21	16	-22	30	9	4	-27	-19	2	42
郑糖	6	29	-22	-30	-18	-11	-16	0	5	37	-6	-3
黄金	14	36	-26	4	-4	10	12	30	-7	-17	7	2
沪锌	8	3	-17	12	-32	-13	36	3	2	-20	-24	36
沪燃油	29	-4	-5	18	-7	10	21	-40	-16	-22	-20	42
PTA	30	-5	-35	16	-30	11	14	16	-49	-38	-6	29
沪铜	6	30	13	46	-21	18	36	8	7	-25	-1	28
沪铝	0	-8	-7	21	-8	-10	20	7	-5	-16	-25	19
橡胶	32	-4	-53	-13	10	-21	10	-23	-25	-8	-12	56
豆粕	-2	24	18	7	29	31	-1	15	-14	-11	-26	22
螺纹钢	30	-4	-17	29	-40	28	45	-23	-59	16	9	36
线材	-2	-18	34	0	25	-6	-4	-8	-29	-15	-12	17
早籼稻	0	4	-18	0	-14	10	-1	-2	-27	14	-8	2
PVC	-11	5	-37	27	-11	13	16	5	-27	3	-6	21
菜籽油	-2	30	-20	14	7	-1	-7	5	-33	13	21	0
棕榈油	-16	14	-24	3	2	-21	-16	-2	-24	10	-3	41
焦炭	26	14	-56	41	-23	8	34	16	-35	29	34	4
铅	17	-13	-35	-6	-7	20	29	17	4	-10	14	-18

甲醇	40	-9	-47	17	-48	12	-24	3	39	-19	-33	17
白银	0	-7	-48	4	-6	-5	62	55	-24	-17	-40	7
玻璃	31	1	-43	0	24	24	23	41	-58	26	30	33
油菜籽	4	-7	-6	-12	5	2	20	6	8	13	20	-10
菜籽粕	12	19	23	36	25	31	-21	-8	-11	21	-29	3
焦煤	11	37	-32	-15	-15	16	23	27	-7	37	74	-18
动力煤	32	14	-19	24	0	47	-27	20	28	-10	-9	1
沥青	-12	12	-60	45	-46	16	20	-47	-33	-28	-57	24
铁矿石	41	36	-39	59	-25	88	83	-15	-64	47	25	52
鸡蛋	-37	-8	-32	43	-33	30	20	-41	-15	63	-12	-60
粳稻	-27	-1	13	-13	38	-15	1	-14	14	-3	-13	0
胶合板	2	14	33	20	-14	16	22	-27	-3	56	-9	-13
纤维板	-58	-14	17	-7	-14	-18	45	-3	11	89	-16	40
聚丙烯	7	2	-6	61	-13	53	15	28	-18	15	-55	23
热轧卷板	11	19	-33	65	-26	46	33	7	-52	18	20	61
棉纱	4	-28	-43	25	12	-25	1	-37	-17	-3	4	21
苹果	-48	-52	28	134	146	-44	-23	33	-66	21	-23	-8
原油	34	-122	-146	-7	38	20	-9	4	-12	-19	-112	-40
纸浆	40	0	-17	-25	-58	-22	-11	70	-40	-2	-51	-9
乙二醇	28	-55	-207	39	-24	-29	36	32	33	-98	7	44
红枣	-34	-20	-36	-37	-20	-23	-28	12	-8	47	46	-13
尿素	-9	27	-97	-6	10	-21	123	22	-7	-47	-8	3
20号胶	-86	-144	-164	35	26	4	35	107	-54	41	58	16
豆二	-67	-61	111	-100	15	-4	87	35	55	57	-73	45
粳米	-14	35	10	-61	6	-11	34	-42	-8	-3	-18	-71
苯乙烯	1	-96	-407	217	30	-2	-21	-26	-8		-33	25
不锈钢	-55	-108	-47	100	13	17	99	111	-103	-55	-78	50
纯碱	-13	-37	-153	-3	24	-67	-57	219	-46			
贵金属	9	8	-30	5	-12	2	34	36	-35	-16	-35	6
有色金属	4	-32	-60	53	-7	45	25	19	2	-16	-33	6
黑色	63	-7	-1	66	98	42	59	-17	-13	13	-30	70
玉米淀粉	7	12	5	14	17	0	-5	-23	-22	6	62	-33
晚籼稻	1	16	-31	-3	-10	-23	31	-15	10	-4	-3	-1
镍	15	15	-58	52	-24	26	45	40	-14	16	-75	-1
硅铁	17	10	-40	37	-21	39	-6	61	-23	-8	-9	-16
锰硅	16	2	77	20	-46	18	66	7	-1	-33	29	22
锡	35	-2	-33	23	13	-13	24	-33	3	1	-22	26
商品	12	17	-14	16	-8	8	10	2	-16	-6	-5	26
工业品	22	11	-8	31	-11	13	27	-5	-14	-15	-3	38
农产品	-3	17	-8	-3	2	0	-17	3	-10	7	-7	11
金属	17	24	6	46	-23	17	41	2	-7	-18	-1	32
能化	36	5	-31	10	11	10	23	-13	-24	-10	-16	37
缺口涨跌	-0.2	-0.2	-0.2	0.2	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
CPI 涨跌	0.0	0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0
PPI 涨跌	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1	0.0
CPI	2.7	2.8	2.7	2.6	2.5	2.6	2.8	2.8	2.7	2.8	2.7	2.7
PPI	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	1.2	1.5	1.6	1.6	1.7	1.6	1.6
增加值	11	8	11	10	11	11	11	10	11	11	11	11
增加值环比	0.4	-3.6	3.2	-0.4	0.2	0.4	-0.7	-0.2	0.3	-0.4	0.0	0.0
M1 环比	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13
M1 同比	2.9	2.9	2.5	2.6	2.5	3.0	2.8	2.7	2.8	2.8	2.7	3.0
DR007	-0.1	0.0	-0.3	0.1	-0.1	0.5	-0.2	-0.1	0.1	-0.1	0.0	0.2
DR 涨跌	-0.2	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	-0.2	0.1	-0.2	0.0	0.1	-0.2

数据来源: Wind, 金信期货研究院

7月, 44个存在月份大于5个月的商品类别中, 月涨跌幅均值大于0的商品类别共30个, 月涨幅均值大于20%的商品类别有19个, 月跌幅均值大于20%的商品类别有6个; 8月, 44个存在月份大于5个月的商品类别中, 月涨跌幅均值大于0的商品类别共24个, 月涨幅均值大于20%的商品类别有8个, 月跌幅均值大于20%的商品类别有7个; 9月, 44个存在月份大于5个月的商品类别中, 月涨跌幅均值小于0的商品类别共33个, 月跌幅均值大于20%的商品类别有17个, 月涨幅均值大于20%的商品类别有2个; 10月, 43个存在月

份大于5个月的商品类别中,月涨跌幅均值大于0的商品类别共23个,月涨幅均值大于20%的商品类别有9个,月跌幅均值大于20%的商品类别有5个;11月,43个存在月份大于5个月的商品类别中,月涨跌幅均值小于0的商品类别共30个,月跌幅均值大于20%的商品类别有13个,月涨幅均值大于20%的商品类别有7个;12月,43个存在月份大于5个月的商品类别中,月涨跌幅均值大于0的商品类别共27个,月涨幅均值大于20%的商品类别有19个,月跌幅均值大于20%的商品类别有2个。

1月锡上涨概率为100%;2月上涨概率不低于70%的分别为强麦、早籼稻、铁矿石和晚籼稻;3月上涨概率不低于70%的分别为线材、胶合板;4月上涨概率不低于70%的分别为沪燃油、沥青、铁矿石、鸡蛋和聚丙烯;5月上涨概率不低于70%的分别为玻璃、粳稻;6月上涨概率不低于70%的分别为塑料、早籼稻、铅、动力煤、沥青、铁矿石、胶合板、聚丙烯、热轧卷板、镍和硅铁;7月上涨概率不低于70%的分别为沪锌、沪铜、铅、铁矿石、鸡蛋、胶合板、聚丙烯、热轧卷板、晚籼稻和锡;8月上涨概率不低于70%的分别为大豆、菜籽油、铅、焦煤和胶合板;9月上涨概率不低于70%的为动力煤;10月上涨概率不低于70%的分别为豆油、郑糖、玻璃、鸡蛋和纤维板;11月上涨概率不低于70%的分别为焦煤和玉米淀粉;12月上涨概率不低于70%的分别为塑料、沪锌、沪燃油、橡胶、螺纹钢、玻璃、铁矿石、纤维板、热轧卷板。

表 17: 不同月份商品细分品类上涨概率 (2004.07-2020.09)

日期	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
大豆	38%	44%	63%	31%	69%	38%	29%	71%	35%	50%	25%	63%
豆油	50%	60%	40%	53%	60%	33%	53%	53%	40%	71%	64%	57%
玉米	56%	63%	44%	31%	63%	44%	44%	50%	38%	63%	63%	56%
塑料	54%	46%	31%	62%	46%	77%	69%	57%	50%	42%	62%	77%
强麦	33%	75%	31%	38%	44%	50%	41%	47%	41%	50%	47%	56%
棉一	56%	40%	31%	63%	31%	44%	24%	29%	35%	44%	44%	69%
郑糖	50%	60%	33%	33%	20%	47%	33%	60%	60%	79%	43%	50%
黄金	55%	69%	0%	54%	38%	54%	62%	62%	38%	42%	58%	58%
沪锌	62%	46%	38%	50%	36%	43%	71%	50%	64%	62%	31%	77%
沪燃油	63%	60%	47%	79%	46%	50%	50%	31%	50%	43%	36%	73%
PTA	57%	50%	36%	43%	36%	57%	50%	43%	29%	46%	46%	62%
沪铜	50%	63%	44%	63%	38%	69%	71%	53%	59%	56%	44%	69%
沪铝	38%	56%	44%	56%	31%	38%	65%	47%	47%	31%	31%	63%
橡胶	50%	50%	25%	50%	56%	44%	47%	35%	44%	38%	38%	81%
豆粕	44%	56%	56%	56%	63%	63%	53%	47%	41%	50%	38%	69%
螺纹钢	64%	45%	45%	50%	25%	58%	67%	50%	17%	55%	55%	73%
线材	33%	20%	71%	67%	43%	50%	67%	50%	29%	43%	43%	67%
早籼稻	60%	70%	0%	44%	27%	82%	36%	45%	18%	50%	50%	67%
PVC	55%	36%	27%	64%	36%	42%	58%	50%	42%	27%	45%	64%
菜籽油	38%	46%	54%	62%	62%	54%	50%	71%	36%	69%	69%	62%
棕榈油	38%	54%	23%	31%	62%	38%	31%	69%	46%	58%	46%	62%
焦炭	56%	44%	22%	44%	50%	40%	60%	50%	20%	44%	56%	44%
铅	67%	22%	11%	30%	40%	70%	80%	70%	40%	44%	22%	44%
甲醇	67%	33%	33%	56%	22%	67%	44%	44%	67%	25%	44%	56%
白银	50%	38%	13%	63%	25%	44%	56%	67%	22%	50%	13%	50%
玻璃	63%	38%	13%	63%	88%	63%	50%	75%	13%	86%	57%	86%
油菜籽	38%	29%	50%	38%	38%	63%	38%	50%	43%	67%	43%	29%
菜籽粕	63%	63%	63%	63%	63%	63%	63%	38%	50%	57%	43%	43%
焦煤	43%	57%	43%	25%	50%	50%	63%	75%	63%	29%	71%	43%
动力煤	57%	43%	29%	57%	57%	71%	29%	57%	71%	29%	43%	57%
沥青	29%	57%	43%	71%	29%	86%	57%	14%	29%	33%	57%	43%
铁矿石	43%	71%	43%	71%	57%	71%	71%	57%	29%	50%	57%	71%
鸡蛋	29%	43%	43%	71%	29%	57%	71%	43%	29%	83%	50%	0%
粳稻	33%	40%	67%	33%	86%	17%	60%	33%	43%	40%	17%	33%
胶合板	67%	67%	75%	60%	25%	100%	75%	75%	33%	50%	0%	0%
纤维板	17%	17%	60%	40%	25%	40%	67%	50%	60%	80%	40%	80%
聚丙烯	67%	33%	43%	86%	43%	100%	86%	57%	43%	17%	33%	67%

热轧卷板	50%	50%	17%	57%	29%	86%	71%	43%	14%	33%	67%	83%
棉纱	67%	0%	33%	100%	67%	33%	33%	0%	0%	67%	67%	67%
苹果	0%	33%	67%	100%	67%	33%	67%	67%	0%	50%	50%	50%
原油	50%	50%	50%	67%	67%	67%	67%	67%	67%	50%	50%	50%
纸浆	50%	50%	50%	0%	0%	50%	0%	100%	0%	0%	0%	50%
乙二醇	100%	0%	0%	50%	50%	0%	100%	100%	50%	0%	100%	100%
红枣	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	50%	50%	100%	100%	0%
尿素	0%	100%	0%	0%	100%	0%	100%	100%	50%	0%	0%	100%
20号胶	0%	0%	0%	100%	100%	100%	100%	100%	0%	100%	100%	100%
豆二	0%	0%	100%	0%	100%	0%	100%	100%	100%	100%	0%	100%
粳米	0%	100%	100%	0%	100%	0%	100%	0%	50%	0%	0%	0%
苯乙烯	100%	0%	0%	100%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%
不锈钢	0%	0%	0%	100%	100%	100%	100%	100%	0%	0%	0%	100%
纯碱	0%	0%	0%	0%	100%	0%	0%	100%	0%			
贵金属	63%	50%	13%	63%	25%	50%	50%	63%	13%	50%	13%	50%
有色金属	50%	50%	0%	50%	50%	100%	67%	67%	67%	0%	0%	50%
黑色	50%	50%	50%	100%	100%	50%	100%	67%	33%	50%	50%	100%
玉米淀粉	67%	50%	50%	50%	67%	50%	33%	33%	33%	60%	80%	40%
晚籼稻	60%	80%	17%	20%	40%	0%	80%	33%	67%	50%	25%	25%
镍	40%	60%	0%	67%	33%	83%	67%	50%	50%	60%	20%	60%
硅铁	60%	67%	33%	67%	50%	100%	50%	67%	29%	50%	50%	33%
锰硅	67%	50%	67%	50%	50%	67%	67%	67%	14%	50%	50%	67%
锡	100%	40%	20%	50%	50%	50%	83%	17%	50%	40%	40%	60%
商品	50%	63%	31%	50%	44%	56%	65%	47%	53%	44%	38%	63%
工业品	56%	63%	38%	63%	38%	56%	71%	47%	47%	31%	38%	81%
农产品	50%	56%	38%	50%	69%	38%	41%	59%	47%	56%	38%	69%
金属	56%	63%	44%	63%	38%	63%	82%	53%	47%	44%	44%	75%
能化	69%	63%	19%	44%	50%	50%	65%	35%	47%	38%	31%	81%
缺口涨跌	63%	63%	63%	56%	56%	56%	29%	29%	29%	63%	63%	63%
CPI 涨跌	44%	56%	50%	50%	57%	50%	59%	53%	41%	53%	56%	47%
PPI 涨跌	50%	40%	50%	50%	44%	53%	50%	53%	53%	47%	47%	50%
CPI	100%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	100%	100%
PPI	69%	63%	56%	56%	56%	53%	53%	53%	59%	63%	63%	63%
增加值	88%	88%	94%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
增加值环比	44%	40%	67%	31%	64%	73%	13%	47%	65%	27%	50%	56%
M1 环比	44%	56%	50%	67%	56%	56%	41%	53%	47%	40%	50%	36%
M1 同比	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
DRO07	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
DR 涨跌	38%	56%	38%	63%	38%	88%	53%	41%	47%	38%	50%	75%

数据来源: Wind, 金信期货研究院

1 月上涨概率不高于 20%的分别为强麦、早籼稻、铁矿石和晚籼稻；2 月上涨概率不高于 20%的分别为线材、纤维板和晚籼稻；3 月上涨概率不高于 20%的分别为黄金、早籼稻、铅、白银、玻璃、热轧卷板、贵金属、晚籼稻、镍和锡；4 月上涨概率不高于 20%的为晚籼稻；5 月上涨概率不高于 20%的为郑糖；6 月上涨概率不高于 20%的分别为粳稻和晚籼稻；7 月没有商品类别上涨概率不高于 20%；8 月上涨概率不高于 20%的分别为沥青和锡；9 月上涨概率不高于 20%的分别为螺纹钢、早籼稻、焦炭、玻璃、热轧卷板、锰硅和贵金属；10 月上涨概率不高于 20%的为聚丙烯；11 月上涨概率不高于 20%的分别为白银、粳稻、胶合板、贵金属和镍；12 月上涨概率不高于 20%的为胶合板。

(五) 经济周期与商品细分类别涨跌

商品价格对通胀和 GDP 缺口的不敏感，我们把通胀和 GDP 缺口结合起来考虑，研究在两者共同作用下商品价格的涨跌。把通胀上行且经济增速放缓阶段称为滞胀期，把通胀上行且经济增速加速阶段称为过热期，把通胀下行且经济增速放缓阶段称为衰退期，把通胀下行且经济增速加速阶段称为复苏期。

通常在利用美林时钟研究资产价格涨跌时，部分研究者把连续的时间段划分为同一个经济状态，但这也容易使研究者把主观的和后验的内容带入其中（研究者倾向于以涨跌趋势拐点所在时点作为经济状态划分点，但这往往在事前是不可知的），为了不带主观后验影响（即已知涨跌的拐点，主观将该时间点作为经济状态划分点）和可预测性，此处完全按照前述定义划分经济状态。

1、以 CPI 划分经济周期

这里只研究经济四个阶段商品类别存在的月份时长超过 10 个月的，共 43-52 个商品类别。可以看到，经济在衰退期和复苏期大部分商品类别下跌的概率较大，在过热期上涨的概率较大，在滞胀期涨跌不明显。

衰退期：由于衰退期是经济下行和通胀下降期，在此阶段经济基本面利空商品价格，但如果较大的财政刺激政策和货币刺激政策出台的话，商品价格仍可能录得较大幅度上涨。比如 2004 年 11 月至 2005 年 9 月，期间有 7 个月属于衰退期，2008 年 12 月至 2009 年 7 月，期间有 6 个月属于衰退期，2020 年 4-5 月为衰退期，由于大力度的货币刺激政策，商品价格录得较大幅度的上涨。即使在不排除货币政策大幅宽松阶段，大部分商品类别在衰退期仍很大概率下跌。45 个存在月份大于 10 个月的商品类别中，上涨概率低于 50% 的商品类别共 36 个，上涨概率大于 60% 的商品类别有 0 个，上涨概率小于 40% 的商品类别有 11 个。

过热期：由于过热期是经济上行和通胀攀升期，在此阶段经济基本面利多商品价格，在此阶段经济有过热的风险，多在这个阶段政策边际收紧，在政策大幅收紧时商品价格涨幅受限甚至下跌。52 个存在月份大于 10 个月的商品类别中，上涨概率不低于 50% 的商品类别共 37 个，上涨概率大于 60% 的商品类别有 20 个，上涨概率小于 40% 的商品类别有 5 个。

复苏期：由于复苏期是经济上行和通胀下跌期，在此阶段经济基本面利空商品价格，需求恢复不平衡，由于经济开始回暖，政策大幅宽松的可能性很低且可能收紧前期较宽松的货币政策，叠加通胀仍在下跌，整体商品价格易跌难涨，商品各类别涨跌分化明显，需求恢复较快的商品价格上涨的概率大，需求仍疲软的商品价格下跌的概率大。43 个存在月份大于 10 个月的商品类别中，上涨概率小于 50% 的商品类别有 26 个，上涨概率低于 40% 的商品类别共 16 个，上涨概率大于 60% 的商品类别有 5 个。

滞胀期：由于滞胀期是经济下行和通胀攀升期，在此阶段经济基本面利多商品价格，由于经济逐渐下行，商品价格上涨的动能逐渐衰竭，叠加通胀仍处高位，政策大幅宽松的可能性很低，整体商品价格涨跌互现，商品各类别涨跌分化明显，需求仍强劲的商品价格上涨的概率大，但需求转疲软的商品价格下跌的概率大。45 个存在月份大于 5 个月的商品类别中，上涨概率大于 50% 的商品类别有 21 个，上涨概率小于 50% 的商品类别有 20 个，上涨概率低于 40% 的商品类别共 10 个，上涨概率大于 60% 的商品类别有 7 个。

表 18: CPI 划分经济周期商品细分品类涨跌 (2004.07-2020.09)

CPI 划分	滞胀			衰退			过热			复苏		
	日期	均值	次数	涨概率	均值	次数	涨概率	均值	次数	涨概率	均值	次数
大豆	9.16	36	50.0%	1.18	60	48.3%	2.41	68	44.1%	-6.74	31	41.9%
豆油	-3.40	32	53.1%	-23.20	50	44.0%	23.07	63	63.5%	1.30	31	45.2%
玉米	-0.54	35	45.7%	-2.14	59	52.5%	13.06	67	61.2%	-6.05	31	32.3%
塑料	30.95	32	71.9%	-8.57	50	48.0%	9.65	50	62.0%	-23.13	25	40.0%
强麦	2.75	35	54.3%	-11.19	59	37.3%	6.12	68	57.4%	-17.23	31	29.0%
棉一	5.30	36	41.7%	-9.83	60	43.3%	2.82	67	46.3%	-13.14	31	32.3%
郑糖	14.55	32	59.4%	-13.30	50	40.0%	6.96	63	52.4%	-23.02	31	35.5%
黄金	-0.61	32	53.1%	2.69	50	48.0%	11.42	47	48.9%	5.61	22	45.5%

沪锌	11.91	32	62.5%	-9.30	50	46.0%	9.78	54	59.3%	-20.22	26	38.5%
沪燃油	-14.45	34	52.9%	-8.91	56	51.8%	16.80	60	55.0%	1.37	28	46.4%
PTA	6.55	32	40.6%	-19.26	50	44.0%	5.16	56	55.4%	-7.12	27	37.0%
沪铜	16.52	36	63.9%	0.70	60	56.7%	25.32	68	60.3%	0.49	31	38.7%
沪铝	7.45	36	52.8%	-12.57	60	38.3%	14.87	68	57.4%	-22.85	31	25.8%
橡胶	14.09	36	55.6%	-23.75	60	38.3%	15.29	67	55.2%	-32.32	31	32.3%
豆粕	22.69	36	63.9%	2.81	60	45.0%	9.56	68	54.4%	-5.70	31	51.6%
螺纹钢	-8.79	31	38.7%	-7.14	40	45.0%	24.16	45	57.8%	-0.38	22	59.1%
线材	-24.69	26	30.8%	-14.51	28	50.0%	20.65	20	75.0%	5.54	7	42.9%
早籼稻	-4.57	29	48.3%	-3.82	34	50.0%	1.45	40	47.5%	-10.43	19	31.6%
PVC	0.09	30	53.3%	-4.92	39	33.3%	14.88	45	51.1%	-23.13	22	45.5%
菜籽油	-0.97	32	56.3%	-14.42	50	52.0%	26.85	52	65.4%	-12.64	25	44.0%
棕榈油	-1.81	32	43.8%	-28.41	50	42.0%	27.24	49	61.2%	-13.82	24	29.2%
焦炭	12.07	28	32.1%	-19.01	37	35.1%	42.14	31	61.3%	-5.98	17	52.9%
铅	3.89	28	42.9%	-2.96	37	48.6%	16.80	31	51.6%	-20.08	18	33.3%
甲醇	2.81	28	50.0%	-20.74	37	37.8%	5.39	28	46.4%	6.53	14	64.3%
白银	-18.74	26	53.8%	3.45	32	40.6%	9.90	28	32.1%	1.89	14	35.7%
玻璃	-3.37	23	47.8%	3.85	28	50.0%	28.93	28	75.0%	9.78	14	50.0%
油菜籽	-4.87	23	39.1%	1.90	27	44.4%	6.58	27	40.7%	13.47	13	53.8%
菜籽粕	10.10	23	52.2%	11.47	28	50.0%	10.21	28	60.7%	-1.67	14	64.3%
焦煤	6.52	22	45.5%	-7.92	26	46.2%	28.44	28	60.7%	18.46	14	50.0%
动力煤	5.99	18	50.0%	-8.25	24	37.5%	11.95	28	46.4%	33.51	14	78.6%
沥青	-27.01	17	35.3%	-46.95	24	29.2%	3.22	28	60.7%	24.88	14	57.1%
铁矿石	30.26	17	52.9%	-14.12	24	41.7%	52.10	28	75.0%	23.95	14	57.1%
鸡蛋	-2.23	17	41.2%	-22.46	23	30.4%	14.24	28	67.9%	-34.19	14	28.6%
粳稻	-5.92	13	38.5%	0.33	19	47.4%	4.05	26	50.0%	-10.39	13	23.1%
胶合板	2.84	12	50.0%	-11.55	13	38.5%	16.20	14	71.4%	27.78	8	75.0%
纤维板	-17.93	15	40.0%	1.88	17	41.2%	36.32	21	61.9%	-25.56	10	40.0%
聚丙烯	27.82	17	76.5%	-3.30	20	40.0%	15.25	28	57.1%	-2.68	14	57.1%
热轧卷板	14.11	16	37.5%	-14.54	20	45.0%	32.10	28	53.6%	18.92	14	64.3%
棉纱	-23.77	2	0.0%	-33.19	4	50.0%	-8.92	20	35.0%	7.45	11	63.6%
苹果	-79.71	2	0.0%	-4.09	4	25.0%	24.99	18	66.7%	9.85	8	37.5%
原油	-41.85	2	50.0%	-158.08	4	25.0%	18.76	17	70.6%	-44.62	7	57.1%
纸浆	-3.30	2	50.0%	-19.35	4	25.0%	-24.57	11	18.2%	31.86	5	60.0%
乙二醇	-6.97	2	50.0%	-67.95	4	50.0%	-6.12	11	54.5%	2.77	4	50.0%
红枣	-31.03	2	0.0%	-28.18	4	0.0%	0.87	8	37.5%	4.60	2	50.0%
尿素	-15.09	2	0.0%	-16.39	4	50.0%	9.66	5	40.0%	15.14	2	100.0%
20号胶	-40.96	2	50.0%	-61.74	4	50.0%	22.25	5	80.0%	18.55	2	50.0%
豆二	-35.35	2	0.0%	-8.88	4	50.0%	28.93	4	75.0%	45.07	2	100.0%
粳米	-12.52	2	0.0%	-2.53	4	75.0%	-10.24	5	40.0%	-31.83	2	0.0%
苯乙烯	-0.56	2	50.0%	-64.07	4	50.0%	-9.51	3	33.3%	-17.38	2	0.0%
不锈钢	-19.06	2	50.0%	-10.51	4	50.0%	3.94	4	50.0%	3.88	2	50.0%
纯碱	-40.35	2	0.0%	-42.47	4	25.0%	-56.86	1	0.0%	86.23	2	50.0%
贵金属	-16.57	25	52.0%	0.00	29	41.4%	5.75	28	35.7%	2.10	14	35.7%
有色金属	28.04	2	50.0%	-19.07	4	50.0%	1.93	15	46.7%	7.53	6	50.0%
黑色	-6.33	2	0.0%	38.07	4	75.0%	30.57	15	73.3%	19.53	6	66.7%
玉米淀粉	-1.36	14	35.7%	-12.07	13	46.2%	16.04	28	64.3%	-4.21	14	42.9%
晚籼稻	-9.82	12	25.0%	1.47	16	50.0%	-5.87	21	38.1%	6.71	10	60.0%
镍	-16.53	13	38.5%	-7.44	11	45.5%	16.00	28	57.1%	11.85	14	50.0%
硅铁	19.95	14	71.4%	-28.51	16	31.3%	17.30	28	57.1%	-6.95	14	57.1%
锰硅	48.91	15	60.0%	-19.81	16	43.8%	23.13	28	57.1%	-0.77	14	57.1%
锡	8.23	13	69.2%	3.01	11	45.5%	-1.89	28	46.4%	2.31	14	42.9%
商品	11.80	36	52.8%	-10.39	60	40.0%	17.41	68	61.8%	-9.86	31	41.9%
工业品	14.75	36	52.8%	-8.35	60	45.0%	23.76	68	63.2%	-8.64	31	41.9%
农产品	8.25	36	55.6%	-10.37	60	45.0%	7.95	68	58.8%	-12.08	31	38.7%
金属	16.14	36	52.8%	-3.54	60	48.3%	27.75	68	69.1%	-2.12	31	45.2%
能化	19.22	36	52.8%	-14.87	60	45.0%	18.79	68	54.4%	-16.15	31	41.9%
缺口涨跌	0.05	36	55.6%	-0.08	60	36.7%	0.04	68	60.3%	0.03	31	61.3%
CPI 涨跌	0.38	34	100.0%	-0.55	60	0.0%	0.41	62	100.0%	-0.37	31	0.0%
PPI 涨跌	0.02	33	54.5%	-0.42	60	38.3%	0.24	64	56.3%	0.00	29	48.3%
CPI	2.11	36	88.9%	2.39	60	93.3%	3.21	68	98.5%	2.89	31	100.0%
PPI	-2.47	36	19.4%	0.16	60	33.3%	3.55	67	86.6%	4.03	31	93.5%
增加值	8.07	36	97.2%	9.51	60	95.0%	11.62	68	98.5%	12.60	31	100.0%
增加值环比	-1.67	35	51.4%	0.84	58	51.7%	-0.73	63	38.1%	1.60	31	58.1%
MI 环比	-0.11	33	51.5%	0.49	59	57.6%	-0.53	66	42.4%	0.09	29	48.3%

M1 同比	11.36	35	100.0%	10.47	60	100.0%	15.16	68	100.0%	14.52	31	100.0%
DR007	2.87	36	100.0%	2.78	60	100.0%	2.66	68	100.0%	2.87	31	100.0%
DR 涨跌	0.04	36	61.1%	-0.10	60	43.3%	-0.01	68	48.5%	0.17	31	64.5%

数据来源: Wind, 金信期货研究院

2、以 PPI 划分经济周期

经济四个阶段商品类别存在的月份时长超过 10 个月的, 共 43-49 个商品类别。在经济衰退期和复苏期大部分商品类别下跌的概率较大, 在过热期上涨的概率较大, 在滞胀期涨跌不明显。

衰退期: 在此阶段经济基本面利空商品价格, 但如果较大的财政刺激政策和货币刺激政策出台的话, 商品价格仍可能录得较大幅度上涨。比如 2004 年 11 月至 2005 年 2 月, 期间有 4 个月属于衰退期, 2008 年 12 月至 2009 年 7 月, 期间有 8 个月属于衰退期, 2020 年 4-5 月为衰退期, 由于大力度的货币刺激政策, 商品价格录得较大幅度的上涨。即使在不排除货币政策大幅宽松阶段, 大部分商品类别在衰退期仍很大概率下跌。43 个存在月份大于 10 个月的商品类别中, 上涨概率大于 50% 的商品类别有 7 个, 上涨概率小于 50% 的商品类别有 35 个, 上涨概率低于 40% 的商品类别共 15 个, 上涨概率大于 60% 的商品类别有 0 个。

过热期: 在此阶段经济基本面利多商品价格, 在此阶段经济有过热的风险, 多在这个阶段政策边际收紧, 在政策大幅收紧时商品价格涨幅受限甚至下跌。2006 年 6-7 月利率大幅上涨, 2010 年 1 月至 2011 年 3 月, 有 11 个月属于过热期, 期间 DR007 均值快速攀升, 商品价格整体小幅下跌。47 个存在月份大于 10 个月的商品类别中, 上涨概率不低于 50% 的商品类别共 38 个, 上涨概率大于 60% 的商品类别有 25 个, 上涨概率小于 40% 的商品类别有 3 个。

复苏期: 由于复苏期是经济上行和通胀下跌期, 在此阶段经济基本面利空商品价格, 需求恢复不平衡, 由于经济开始回暖, 政策大幅宽松的可能性很低且可能收紧前期较宽松的货币政策, 叠加通胀仍在下跌, 整体商品价格易跌难涨, 商品各类别涨跌分化明显, 需求恢复较快的商品价格上涨的概率大, 需求仍疲软的商品价格下跌的概率大。49 个存在月份大于 10 个月的商品类别中, 上涨概率小于 50% 的商品类别有 35 个, 上涨概率低于 40% 的商品类别共 17 个, 上涨概率大于 60% 的商品类别有 4 个。

滞胀期: 由于滞胀期是经济下行和通胀攀升期, 在此阶段经济基本面利多商品价格, 由于经济逐渐下行, 商品价格上涨的动能逐渐衰竭, 叠加通胀仍处高位, 政策大幅宽松的可能性很低, 整体商品价格涨跌互现, 商品各类别涨跌分化明显, 需求仍强劲的商品价格上涨的概率大, 但需求转疲软的商品价格下跌的概率大。45 个存在月份大于 10 个月的商品类别中, 上涨概率大于 50% 的商品类别有 19 个, 上涨概率小于 50% 的商品类别有 21 个, 上涨概率低于 40% 的商品类别共 4 个, 上涨概率大于 60% 的商品类别有 7 个。

表 19: PPI 划分经济周期商品细分品类涨跌 (2004.07-2020.09)

PPI 划分	滞胀			衰退			过热			复苏		
	日期	均值	次数	涨概率	均值	次数	涨概率	均值	次数	涨概率	均值	次数
大豆	2.86	44	45.5%	5.28	52	51.9%	5.83	56	46.4%	-8.65	43	39.5%
豆油	-18.19	36	47.2%	-13.35	46	47.8%	20.13	54	61.1%	10.16	40	52.5%
玉米	-1.81	42	47.6%	-1.33	52	51.9%	14.06	55	63.6%	-2.00	43	37.2%
塑料	18.99	36	69.4%	-2.65	46	47.8%	10.59	45	64.4%	-19.11	30	40.0%
强麦	-3.44	44	47.7%	-8.09	50	40.0%	3.61	56	53.6%	-7.45	43	41.9%
棉一	0.78	44	43.2%	-8.33	52	42.3%	7.39	56	46.4%	-14.63	42	35.7%
郑糖	3.17	36	52.8%	-6.82	46	43.5%	-3.29	54	48.1%	-2.43	40	45.0%
黄金	-2.00	36	52.8%	4.07	46	47.8%	5.17	40	42.5%	15.30	29	55.2%
沪锌	6.81	36	61.1%	-7.15	46	45.7%	7.57	47	57.4%	-10.70	33	45.5%
沪燃油	4.87	39	51.3%	-23.80	51	52.9%	18.59	51	54.9%	3.40	37	48.6%

PTA	4.24	36	47.2%	-19.69	46	39.1%	6.73	49	55.1%	-6.85	34	41.2%
沪铜	11.66	44	63.6%	2.38	52	55.8%	21.89	56	64.3%	11.88	43	39.5%
沪铝	2.82	44	50.0%	-11.73	52	38.5%	9.06	56	53.6%	-4.77	43	39.5%
橡胶	1.61	44	43.2%	-19.01	52	46.2%	22.24	56	57.1%	-28.08	42	35.7%
豆粕	12.57	44	52.3%	8.31	52	51.9%	8.80	56	57.1%	-0.45	43	48.8%
螺纹钢	2.47	32	46.9%	-16.33	39	38.5%	29.81	37	64.9%	-0.80	30	50.0%
线材	-15.20	30	53.3%	-22.38	24	25.0%	14.17	17	64.7%	17.56	10	70.0%
早籼稻	-4.44	29	48.3%	-3.91	34	50.0%	-3.86	31	41.9%	-0.70	28	42.9%
PVC	6.32	32	46.9%	-10.58	37	37.8%	16.55	37	56.8%	-15.06	30	40.0%
菜籽油	-13.50	36	50.0%	-5.78	46	56.5%	26.02	46	65.2%	-3.77	31	48.4%
棕榈油	-22.74	36	36.1%	-14.34	46	47.8%	26.56	43	60.5%	-4.63	30	36.7%
焦炭	26.39	30	50.0%	-33.06	35	20.0%	58.78	23	69.6%	-5.89	25	48.0%
铅	5.47	30	53.3%	-4.71	35	40.0%	27.14	23	52.2%	-17.88	26	38.5%
甲醇	12.91	30	60.0%	-30.74	35	28.6%	33.92	21	66.7%	-22.38	21	38.1%
白银	-3.97	30	46.7%	-9.21	28	46.4%	12.19	21	33.3%	2.26	21	33.3%
玻璃	8.95	27	51.9%	-8.81	24	45.8%	29.60	21	71.4%	15.49	21	61.9%
油菜籽	6.27	27	44.4%	-9.51	23	39.1%	20.37	19	52.6%	-2.62	21	38.1%
菜籽粕	23.27	27	59.3%	-3.12	24	41.7%	10.21	21	66.7%	2.30	21	57.1%
焦煤	22.11	25	60.0%	-26.75	23	30.4%	41.36	21	61.9%	8.87	21	52.4%
动力煤	15.93	21	61.9%	-20.23	21	23.8%	44.84	21	76.2%	-6.57	21	38.1%
沥青	-25.24	21	38.1%	-52.79	20	25.0%	36.84	21	71.4%	-15.97	21	47.6%
铁矿石	12.24	21	47.6%	-4.08	20	45.0%	73.41	21	81.0%	12.02	21	57.1%
鸡蛋	-9.19	20	40.0%	-18.54	20	30.0%	5.73	21	66.7%	-9.53	21	42.9%
粳稻	4.62	15	46.7%	-9.27	17	41.2%	1.64	20	45.0%	-3.16	19	36.8%
胶合板	-7.94	11	45.5%	-2.75	14	42.9%	23.94	9	77.8%	16.19	13	69.2%
纤维板	-14.02	16	37.5%	0.15	16	43.8%	23.55	13	61.5%	7.84	18	50.0%
聚丙烯	29.30	19	73.7%	-8.31	18	38.9%	23.51	21	61.9%	-4.97	21	52.4%
热轧卷板	22.68	19	52.6%	-29.18	17	29.4%	62.73	21	76.2%	-7.33	21	38.1%
棉纱	-23.77	2	0.0%	-33.19	4	50.0%	8.19	13	38.5%	-11.27	18	50.0%
苹果	-79.71	2	0.0%	-4.09	4	25.0%	42.17	11	72.7%	4.32	15	46.7%
原油	-41.85	2	50.0%	-158.08	4	25.0%	20.09	11	81.8%	-16.50	13	53.8%
纸浆	-3.30	2	50.0%	-19.35	4	25.0%	-2.45	8	37.5%	-11.41	8	25.0%
乙二醇	-6.97	2	50.0%	-67.95	4	50.0%	-7.17	8	50.0%	0.17	7	57.1%
红枣	-31.03	2	0.0%	-28.18	4	0.0%	-1.20	5	40.0%	4.43	5	40.0%
尿素	-15.09	2	0.0%	-16.39	4	50.0%	29.71	5	80.0%	-34.99	2	0.0%
20号胶	-40.96	2	50.0%	-61.74	4	50.0%	29.17	5	80.0%	1.24	2	50.0%
豆二	-35.35	2	0.0%	-8.88	4	50.0%	29.71	5	80.0%	57.34	1	100.0%
粳米	-12.52	2	0.0%	-2.53	4	75.0%	-23.64	5	20.0%	1.67	2	50.0%
苯乙烯	-0.56	2	50.0%	-64.07	4	50.0%	-12.66	5	20.0%		0	
不锈钢	-19.06	2	50.0%	-10.51	4	50.0%	15.64	5	60.0%	-54.65	1	0.0%
纯碱	-40.35	2	0.0%	-42.47	4	25.0%	38.53	3	33.3%		0	
贵金属	-3.02	30	50.0%	-13.47	24	41.7%	2.44	21	33.3%	6.63	21	38.1%
有色金属	28.04	2	50.0%	-19.07	4	50.0%	14.15	8	50.0%	-3.00	13	46.2%
黑色	-6.33	2	0.0%	38.07	4	75.0%	41.91	8	75.0%	18.49	13	69.2%
玉米淀粉	-1.03	15	40.0%	-13.37	12	41.7%	21.88	21	66.7%	-3.31	21	47.6%
晚籼稻	-5.37	13	23.1%	-2.46	15	53.3%	-5.41	14	57.1%	2.06	17	35.3%
镍	0.01	14	50.0%	-29.69	10	30.0%	30.27	21	66.7%	-1.05	21	42.9%
硅铁	-1.09	14	57.1%	-8.79	16	43.8%	28.11	21	66.7%	-9.68	21	47.6%
锰硅	45.24	15	66.7%	-16.38	16	37.5%	8.04	21	52.4%	22.29	21	61.9%
锡	27.40	14	78.6%	-24.34	10	30.0%	5.04	21	52.4%	-6.02	21	38.1%
商品	5.25	44	47.7%	-8.27	52	42.3%	15.83	56	60.7%	-0.19	43	48.8%
工业品	10.31	44	52.3%	-8.14	52	44.2%	22.26	56	62.5%	2.35	43	48.8%
农产品	-2.18	44	40.9%	-4.40	52	55.8%	5.78	56	55.4%	-3.66	43	48.8%
金属	10.45	44	54.5%	-1.75	52	46.2%	23.85	56	67.9%	11.28	43	53.5%
能化	12.86	44	52.3%	-14.73	52	44.2%	24.73	56	58.9%	-14.13	43	39.5%
缺口涨跌	0.00	44	52.3%	-0.05	52	36.5%	0.05	56	64.3%	0.02	43	55.8%
CPI 涨跌	-0.07	42	45.2%	-0.31	52	28.8%	0.21	53	69.8%	0.11	40	62.5%
PPI 涨跌	0.42	41	100.0%	-0.82	52	0.0%	0.72	50	100.0%	-0.56	43	0.0%
CPI	2.64	44	95.5%	1.98	52	88.5%	3.40	56	98.2%	2.73	43	100.0%
PPI	-0.09	44	31.8%	-1.45	52	25.0%	3.89	56	87.5%	3.45	42	90.5%
增加值	9.90	44	97.7%	8.18	52	94.2%	12.87	56	100.0%	10.69	43	97.7%
增加值环比	-0.14	42	52.4%	-0.07	51	51.0%	0.39	53	47.2%	-0.51	41	41.5%
MI 环比	0.01	44	50.0%	0.48	48	60.4%	-0.14	54	51.9%	-0.60	41	34.1%
MI 同比	13.50	43	100.0%	8.53	52	100.0%	17.55	56	100.0%	11.58	43	100.0%
DR007	2.88	44	100.0%	2.75	52	100.0%	2.71	56	100.0%	2.75	43	100.0%

DR 涨跌	0.04	44	59.1%	-0.12	52	42.3%	0.02	56	51.8%	0.08	43	55.8%
-------	------	----	-------	-------	----	-------	------	----	-------	------	----	-------

数据来源：Wind, 金信期货研究院

相对来说商品价格涨跌对 PPI 同比划分的经济周期更明显，因为商品本就是与企业生产价格指数更敏感，而国内的 CPI 同比受猪价周期影响巨大，商品价格对 CPI 同比划分周期不如 PPI 同比划分周期敏感，因此我们预测商品价格表现时更看重 PPI 划分的经济周期，只是在 CPI 同比处于很高水平（比如 4% 以上）时重点考虑其可能引起的货币政策变化，在此情形下重点参考 CPI 同比划分的经济周期。

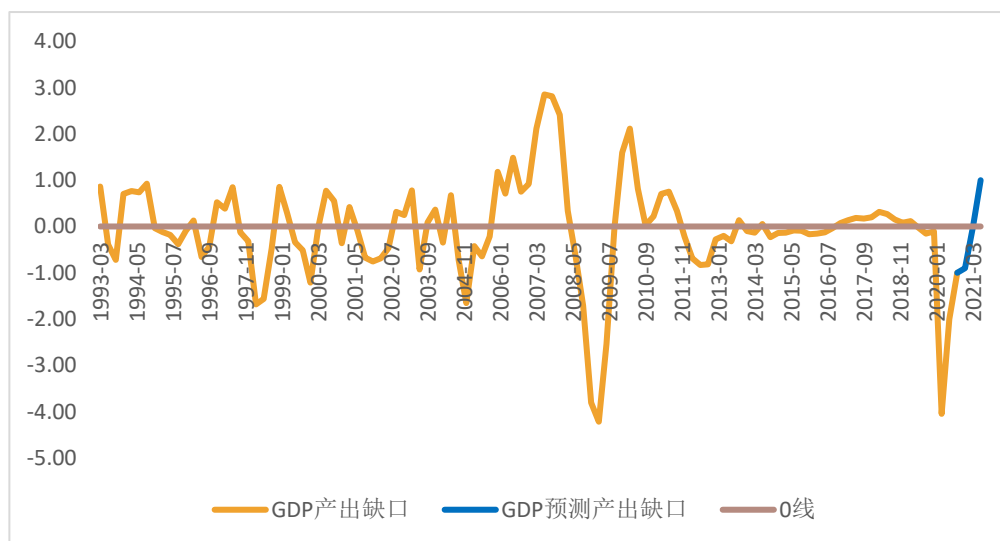
三、11-12 月宏观经济预测及商品配置建议

商品配置一般需要对宏观指标走势进行预测，因此具有明显周期特征的产出缺口、通胀和利率通常作为商品配置的宏观指标。

（一）宏观经济预测

我们预计今年四季度至明年二季度 GDP 增速趋势回升，产出缺口将逐步由负转正。四季度至明年二季度，我们的判断是，国内疫情基本处于受控状态，国内疫情对我国的影响基本消除，随着我国疫情监测能力的大幅提升，国内小范围疫情爆发只会采取短期的该地区管控措施，对国内经济活动的影响微乎其微，我国经济逐步复苏的趋势不变，因此 GDP 缺口在四季度至明年二季度逐步由负转正。就节奏看，今年四季度，受国外疫情快速蔓延影响，我国外需或疲弱，我国经济复苏的节奏放慢，GDP 缺口改善幅度较小；明年上半年，如果国外疫情蔓延速度转慢或疫苗广泛接种，则国外压制的需求释放，外需或明显增长，我国经济复苏的节奏加快，GDP 缺口改善幅度较大；明年上半年，如果国外疫情仍快速蔓延且疫苗不能广泛接种，全球疫情管控措施边际加强，则外需仍疲弱，我国经济复苏或仍缓慢，GDP 缺口改善幅度较小。

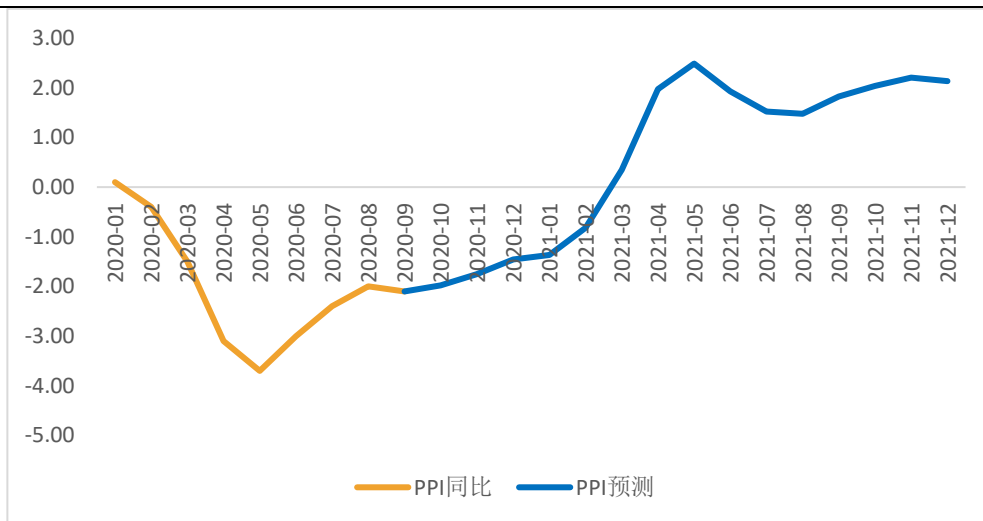
图 1: GDP 产出缺口与预测：单位：%



资料来源： Wind，金信期货研究院

根据历史环比数据推算，2020Q4 至 2021Q1，我国 PPI 同比大概率趋势加速，2021 年二季度或攀升至高点后回落，2021 年下半年 PPI 同比或再度趋势加速。

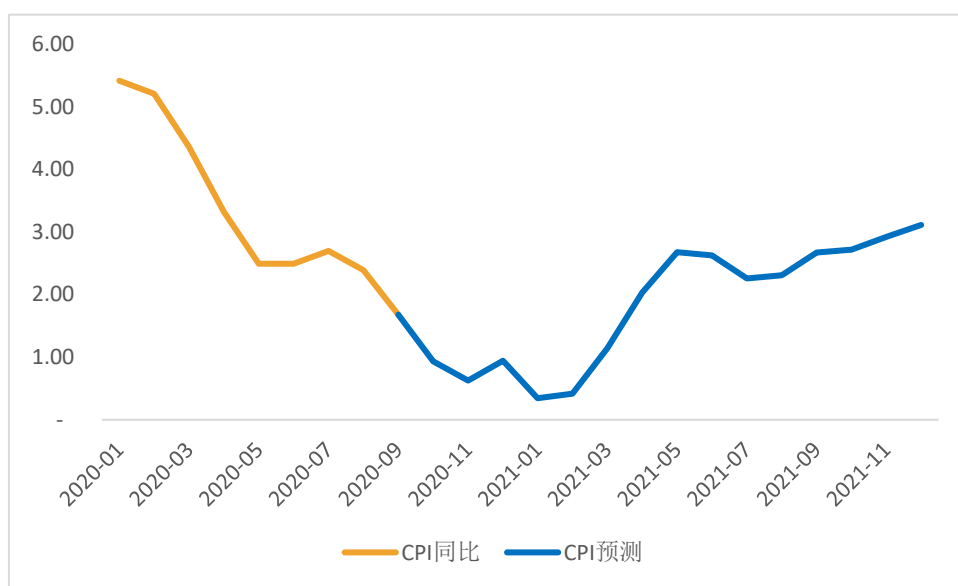
图 2：PPI 同比与预测：单位：%



资料来源： Wind，金信期货研究院

根据历史环比数据推算，2020Q4 我国 CPI 同比大概率趋势放缓，2021Q1 我国 CPI 同比大概率触及低点，2021Q2 至 2021Q3，我国 CPI 同比大概率趋势加速。

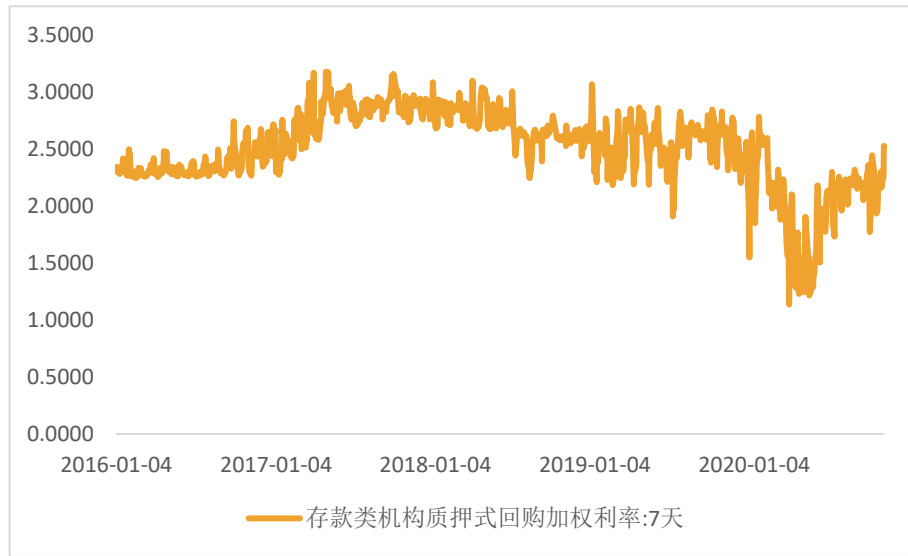
图 3：CPI 同比与预测：单位：%



资料来源： Wind，金信期货研究院

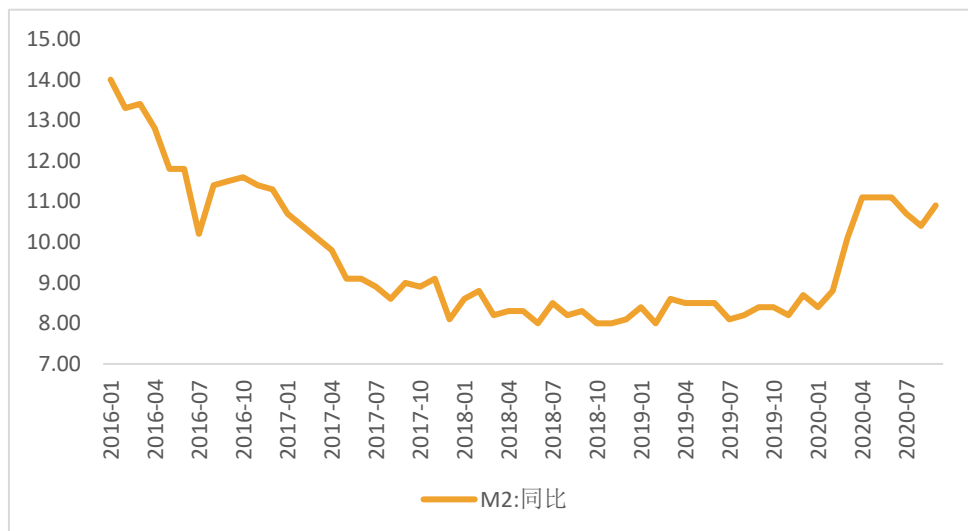
货币政策方面，由于四季度经济快速复苏被证伪，我国投资增速、消费增速、出口增速、利润增速仍维持正值但均有可能增速放缓和斜率转平，在经济复苏放缓阶段，或迫使货币政策边际宽松，我们预计四季度货币净投放量或加大，短期利率大概率趋势下降。

图 4：DR007：单位：%



资料来源： Wind，金信期货研究院

图 5: M2 同比: 单位: %



资料来源： Wind，金信期货研究院

(二) 商品配置建议

相对来说，由于宏观环境时时刻刻均在变化，预测时间段越短时，预测的宏观经济指标越准确。对大类资产配置而言，能够较准确预测将来一个月至一个季度的宏观经济环境一般就足够了。因此，这里根据 11-12 月宏观经济环境的预测判断商品价格可能的表现。

表 20：2020 年 11-12 月我国宏观经济可能的状态及商品价格可能的表现

指标	大概率	小概率	极小概率
经济状态	经济增速加速但斜率趋平	经济增速放缓	经济增速大幅下跌
触发的可能原因	国内疫情可控，国外疫情快速蔓延但不失控，国外管控措施不会大幅加大	国内疫情可控，但国外疫情失控，疫情管控力度急剧加大	国内疫情失控且疫情管控力度急剧加大，国外疫情快速蔓延
货币政策	边际宽松，净投放加大，但公开市场操作利率大概率不会调降	边际宽松，净投放力度大，公开市场操作利率大概率小幅调降	边际宽松，净投放力度极大，公开市场操作利率大概率大幅调降
产出缺口	为负但收窄	为负小幅扩大	为负大幅扩大
CPI 同比	趋势小幅下降	趋势下降	趋势较大幅下降
PPI 同比	趋势较大幅上升	趋势小幅上升	趋势下降
PPI 划分经济周期	类过热	类滞胀	类衰退
CPI 划分经济周期	类复苏	类衰退	类衰退
商品价格可能的表现	趋势上涨，波动一般	各类别涨跌分化，波动一般	先跌后涨，波动巨大

数据来源：Wind, 金信期货研究院

我们认为 2020 年 11-12 月：

(1) 大概率国内疫情可控，国外疫情快速蔓延但不失控，国外管控措施不会大幅加大，国内经济增速加速但斜率趋平，货币政策边际宽松，净投放加大，但公开市场操作利率大概率不会调降，PPI 同比趋势较大幅上升，经济处于 PPI 划分的类过热期，商品价格趋势上涨，波动一般。

(2) 小概率国内疫情可控，但国外疫情失控，疫情管控力度急剧加大，国内经济增速为正但放缓，货币政策边际宽松，净投放力度大，公开市场操作利率大概率小幅调降，PPI 同比趋势较小幅上升，经济处于 PPI 划分的类滞胀期，各类别商品的价格涨跌分化，需求强劲的上涨概率大，需求疲弱的下跌的概率大。

(3) 极小概率国内疫情失控且疫情管控力度急剧加大，国外疫情快速蔓延，国内经济增速大幅下跌，货币政策边际宽松，净投放力度极大，公开市场操作利率大概率大幅调降，PPI 同比趋势下降，经济处于 PPI 划分的类衰退期，商品价格或先跌后涨，波动巨大。

风险提示

海外疫情超预期爆发，全球贸易摩擦加剧，经济复苏不及预期

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1.本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2.本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3.本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>